النظرية المعاصرة لـ

محفظة الأوراق المالية

والتداول في البورصات العالمية

((عولمة أم فوضى منظمة ؟))



الدكتور
واثق حمد أبو عمر



دار الرضـــا للنشر
Reda Publishing Press

النظرية المعاصرة
لمحفظة الأوراق المالية
والتداول في البورصات العالمية

«عولمة أم فوضى منظمة؟»

الدكتور
واثق حمد أبو عهر

2003

سلسلة الرضا للمعلومات ١٩٤

سلسلة علمية متميزة لنشر ثقافة الإدارة الحديثة والمعلوماتية بغية تطوير المؤسسات والشركات التي تسعى للريادة.

دار الرضا للنشر

سوريا – دمشق

تجهيز – قرب فندق برج الفردوس

هاتف: ٢٢٢٤٦١٧ – تلفاكس: ٢٢٢٢١٦٣ – ص.ب: ٤٢٦٧

E-mail: Reda-Center @ net.sy

Web site: http://www.redapress.com

التنضيد و الإخراج: مركز جديدة للخدمات الطباعية

هاتف: ٦٨١٦٥٦٨ – تلفاكس: ٦٨١٦٦٣٠

التدقيق: اسماعيل مروة

الطبعة الأولى – حقوق النشر محفوظة

تموز ٢٠٠٣

تقديم الناشر

لم يعد مصطلح سوق الأوراق المالية في الوطن العربي بمصطلح أو مفهوم غريب وغامض لا بل إن أسواق الأسهم والأوراق المالية أصبحت واقعاً معاشاً في أغلب الدول العربية كوسيلة استثمار اقتصادية، وأصبح هاجس الكثيرين في المنطقة العربية هو معرفة كيف تعمل البورصة وآلية التعامل معها لاستثمار آمن لأموالهم وكيفية التعامل مع مصطلحاتها ومفاهيمها لجلاء الغموض وزيادة الفعالية، فالعمل الاقتصادي اليوم أمر معقد، وأن تترك أموالك في البنوك وفق النسب السائدة عالمياً سيعطي عوائد مالية محدودة، ولكي تدرك كيفية التعامل مع البورصة وكيف تحصل على تثمير حقيقي لمدخراتك وتربح في كل حالات صعود الأسهم ام هبوطها، المهم ان تعرف أين تضع مدخراتك وفي أي شركة وضمن أي نطاق مغامرة، وهذا اصبح هاجساً وضرورة لإدراك ومتابعة تطورات السوق، من هنا تاخذ هذه الثقافة أهميتها للعاملين في الاعمال التجارية أو أصحاب المال الذين يطلبون تنميته، فلم يعد بالامكان الدخول في عالم الأعمال والاستثمار بدون أن يكون لديك خبرة وقدرة على التعامل مع البورصة والأوراق المالية وما تفرع عنها من خدمات ومشتقات ومحافظ مالية.

في عالم اليوم تتحالف الشركات وتتنافس وتطور بنيتها التجارية والإدارية لتنافس وتبقى في السوق، ولكن بناء شركة جديدة في عالم متنافس أصبح تحدياً كبيراً، فالاستثمار التقليدي الفردي قد أشبع في كثير من الدول، والعمل اليوم يتطلب مؤسسات خبيرة ذات قدرات وأداء عالي، وهذا يتطلب الانتقال نحو المؤسسات الخبيرة العريقة والكبيرة أو المرتبطة بشركات عالمية لأن بناء شركات جديدة والمراهنة على نجاحها هو بناء صعب ومكلف ومعقد، ومن خلال العولمة وآلياتها أصبحت معظم الأسواق اليوم مفتوحة والشركات تدخل معظم الدول واسواقها لتضع تنافسيتها وخبرتها على المحك، ومن هنا أصبح التعامل مع أسهم الشركات هو من أساسيات ثقافة العصر، لتستطيع من خلالها أن تعرف على أي الشركات ستراهن لربح واستثمار ناجح.

وفي ظل النظام العالمي الجديد المفتوح تجارياً نسمع كل يوم عن تحولات في المؤشرات وأسعار الأسهم وقد يشدنا لأن ندرك كيف تبنى هذه المؤشرات وعلى أي أساس تتحرك وهل هناك قواعد تحمي من الخسارة في البورصة أم أن الخبرة في هذا المجال أشد تعقيداً من خبرة ممارس ومطلع عادي، وفي نفس الوقت نسمع عن انهيارات وإفلاسات في الشركات وانهيارات في الاقتصادات العالمية، المهم أن القواعد والحلول ليست نهائية في البورصة فهي تتطلب خبرة ومتابعة دقيقة وسريعة و ديناميكية، هناك استثمارات آمنة على البورصة وهناك مراهنات وثقة.

المحفظة المالية هي من نماذج الأسواق المالية والأسهم وهي نوع من التعامل يخفف من المخاطرة ويرفع درجة التأكد للمستثمر، فأي شركة مهما كان استقرارها وعوامل نجاحها يمكن أن تضعف فجأة أما الاستثمار في محفظة مالية منتقاة من مجموعة الشركات الناجحة من خلال خبرات المحللين الماليين فدرجة المخاطرة أقل والنتائج أكثر ضماناً، من هنا يقدم هذا الكتاب نظرية المحفظة المالية والسلوك الواجب اتباعه لتخفيض المخاطرة وتقدير درجة أداء مدير المحفظة، حيث نتعامل هنا مع مقاييس ومعايير وآليات لتقييم العمل وكل ذلك يتطلب مصداقية وطرقاً لقياس الأداء وهذا الأمر يبدو اختصاصياً ومعقداً خصوصاً في المنطقة العربية حيث لم تنتشر

البورصات وأسواق الأوراق المالية إلا حديثاً، واليوم أصبحت هذه الثقافة ضرورة كبيرة في عالم الاستثمار.

و رغم علمنا جميعاً بالمخاطر وطرق التلاعب بالبورصات والأوراق المالية فربما كانت المحفظة المالية إحدى الطرق لتجنب المخاطرة في أسهم شركة محددة، ويمكن أن تتعامل هنا مع سلة من الأسهم لعدة شركات، ومن الطرق التي تخفض المخاطرة في البورصة التعامل مع المشتقات بأنواعها المختلفة في البورصة، ولكن في كل الأحوال لا بد لنا من محلل مالي ومستشار خاص بطرق قراءة البورصة ومؤشراتها ومعرفة توجهات السوق بفاعلية، والانتباه لعامل الزمن وخطره على الاستثمارات وكذلك الانتباه للمضاربات وحالات الشراء والبيع المكثف التي تتم بآليات ثقافة القطيع بدون وعي أو دراسة مؤشرات متأنية نتأثر فيها بسلوك أحد المتعاملين الكبار مع البورصة.

إن ثقافة البورصات كعمل وانتشار تشكل حالة ضرورة في اقتصاد ديناميكي مندمج عالمي، وهذا ما نسعى اليه من خلال نشر مثل هذه المراجع العلمية عن البورصات والأسواق المالية التي تشكل حالة دينامية من تحريك الاستثمارات التي كثيراً ما تتحول حركة مدمرة للاقتصاد تتطلب مساعدات وضخاً كبيراً للسيولة لحمايتها، وعلينا أن ندرك دوماً أن تطورات تقنيات الشبكات ودرجات التواصل العالمي المعلوماتي خاصة جعل سرعة الأداء والمعالجة والديناميكية أساساً للنجاح ولا مجال هنا لاستباق المعلومات، ولكن المبدأ الهام هو أن نبني أو نستثمر عبر شركات خبيرة منافسة لا أن نقوم ببناء شركات ومؤسسات فردية غير قادرة على التنافس تضعف فيها بنية الاستثمارات وآلية مواجهة الشركات الكبيرة وتنافسيتها.

هذا الكتاب يقدم معلومات كبيرة وشاملة ودقيقة حول البورصة وحول محفظة الأوراق المالية وتحليلها، مما يجعله كتاباً أساسياً للمتعاملين بالبورصة والباحثين عن ثقافتها، من البورصات الى المؤشرات الى المحفظة المالية وتحليلها وخصوصاً التحليل الرياضي الذي يثبت التنوع ونقص المخاطرة، الى المشتقات وأنواعها وطرق التعامل معها ودرجات المخاطرة والثبات والاستهلاك والنظريات المختلفة، فمكتبتنا العربية تفتقر لمثل هذه المراجع العلمية الحديثة التي تشكل مراجع علمية جامعية لطلاب الاقتصاد وإدارة الأعمال بالإضافة إلى أهميتها لكل متابع ومستثمر في أسواق الأوراق المالية، من هنا نتمنى أن يحقق هذا الكتاب الفائدة والتكامل مع الإصدارات الأخرى عن البورصات في دار الرضا للنشر لنقدم للقارىء العربي كل الفائدة التي يطلبها، والله ولي التوفيق والنجاح.

دمشق في ٢٠٠٣/٩/٧

مدير دار الرضا للنشر
هاني شحادة الخوري

الفهرس

المقدمة

يشهد عالم اليوم اهتماماً متصاعداً بدراسة الظواهر المتعلقة بأسواق المال على وجه العموم والبورصات بصفة خاصة. ولا سيما في ظل سياسات وبرامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي، والتي يحمل لواءها ويتبناها كل من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي.

وفي ظل النظام العالمي الجديد (العولمة) تتضح الأهمية البالغة التي تؤديها البورصات في الاقتصاد العالمي (المعولم)، حيث ينتقل الاضطراب أو الانهيار الذي يحدث في إحداها إلى بقية البورصات الأخرى مهدداً الاستقرار على مستوى العالم. ولعل تشبيه مخاطر انهيارات أسواق المال بالمخاطر النووية، خير ما يعبر عن هذا النظام الاقتصادي العالمي الجديد.

ويحاول مناصرو العولمة ورافعو رايتها الإيحاء بأن هذه الظاهرة تشبه الأحداث الطبيعية، وبأنها نتاج حتمي للتطور الاقتصادي والتكنولوجي، وليس أمام الدول والناس إلا الاعتراف بها والإذعان لها، متناسين أو متعامين عن أن هذه العولمة ولدتها السياسات التي اعتنقتها الحكومات الغربية، والقوانين التي شرعتها برلماناتها، والتي ألغت كل القيود وأزالت كل الحواجز أمام تدفقات وتنقلات رؤوس الأموال والسلع دون حسيب أو رقيب، فرجال السياسة والحكم هم الذين خلقوا ذلك اعتباراً من تحرير تبادل وتحويل العملات، وحتى التصديق على منظمة التجارة الدولية.

ولعل أهم الملامح الواضحة للعولمة تتجلى في ذلك التداخل والتشابك والاندماج بين أسواق المال وخصوصاً البورصات العالمية.

ولا شك أن أسواق المال تؤدي دوراً محورياً في الاقتصادات المعاصرة من خلال قيامها بتجميع المدخرات، وتعبئتها وتخصيصها للاستخدامات الاستثمارية المختلفة، التي توسع قاعدة الإنتاج المادي، وتخلق فرص عمل جديدة، ودخولاً جديدة تساعد في تمويل الطلب على الإنتاج وتفعليه، مما ينعكس على فعالية الاقتصاد. ووجود البورصة

ذات السيولة العالية سوف يساعد في توزيع رؤوس الأموال بصورة أكثر كفاءة، حيث يصبح الاستثمار أقل مخاطرة.

ولكن، ومع التطورات التي شهدها الاقتصاد العالمي، والتي تمخض عنها إزالة كل القيود على تدفقات رؤوس الأموال، تغيرت إلى حد كبير، تلك الوظيفة الاقتصادية المنوطة بالبورصات. فقد أصبح الجزء الأكبر من سيولتها عبارة عن رؤوس أموال ساخنة تقدر بمئات المليارات من الدولارات، والتي تجوب أصقاع الأرض متحولة من بلد إلى آخر، ومن بورصة إلى أخرى بسرعة البرق هادفة إلى تحقيق أقصى أرباح ممكنة وفي أسرع وقت ممكن، مسببة الكثير من الأزمات المالية التي هددت وتهدد بانهيار كثير من الاقتصادات. فقد شهد المسرح العالمي ظهور طبقة جديدة في أسواق المال هي طبقة المضاربين والمقامرين المتاجرين بالعملات، والتي جاءت نتيجة لتلك التسهيلات والحريات التي فسحتها حكومات وبرلمانات الدول الرأسمالية، والتي أصبحت الآن عاجزة عن مواجهة سطوة هؤلاء والتصدي لهجماتهم، فصاروا قادرين على التحكم برفاه دولة وإفقار أخرى. وهذه الظاهرة توضح بصورة لا تدع مجالاً للشك الانفصال الحاصل بين الاقتصاد الحقيقي الذي ينتج السلع والخدمات والاقتصاد الرمزي المالي الذي تحركه مجموعة من المؤشرات والرموز.

ولتغطية موضوع الكتاب بصورة ملائمة، فقد تناولت الفصول الخمسة الأولى منه نظرية المحفظة المالية، فبدأت بدراسة الهيكل المؤسسي لأسواق المال مع التركيز على الجانب الأهم منها وهو البورصة، أو سوق الأوراق المالية، والتي تحدث فيها تلك العمليات الخطيرة. وثم تحليل المحفظة المالية ودراسة كيفية تقدير كل من العائد المتوقع والمخاطرة المحتملة التي ينطوي عليها الاستثمار، وكيفية تسعير الأصول المالية ونماذج التسعير التوازنية. ثم استعرضت الإستراتيجيات التي يتم اتباعها لإدارة المحفظة المالية لتجنب المخاطر، وزيادة العوائد، وكيفية قياس أداء مدير المحفظة، وهو الشخص المتعمق في أحوال السوق وتحركاته، والذي يقوم بإدارة ثروة عميل اقتصادي أو مستثمر معين، فيعمل على تقدير دالة المنفعة لذلك المستثمر، ويضع الإستراتيجيات الملائمة لإدارة المحفظة استناداً إلى درايته ومعرفته بظروف السوق.

وهناك نوعان أساسيان من المستثمرين: الأول يحب المخاطرة وهو المضارب الذي لا يهتم بالمخاطر، لذلك لا يسعى إلى تغطية موقفه والتوقي ضد أية مخاطر محتملة. أما النوع الثاني والذي يمثل السواد الأعظم من المستثمرين فهم كارهو المخاطرة، والذين يعملون على تغطية مواقفهم المالية من خلال التوقي ضد المخاطر، والتي يأتي على رأسها تقلبات الأسعار (أسعار الفائدة، أسعار الصرف، أسعار الأصول)، فيستخدمون الإجراءات والأدوات الهادفة إلى التوقي ضد المخاطر، وأهم أدوات التوقي المعاصرة في البورصات، عقود الخيارات وعقود المستقبليات. والتي أصبح لها أسواق خاصة في البورصات الكبرى يطلق عليها «أسواق المشتقات» وهذا موضوع الفصل الخامس من الكتاب.

وبعد وضع دراسة الأسس التي تقوم عليها نظرية المحفظة، كان لابد من دراسة ما يحدث فعلاً في أسواق المال. فكان الفصل السادس الذي يوضح الخطوات والإجراءات التي نقلت الاقتصاد العالمي من فترة الاستقرار النقدي في أعقاب الحرب العالمية الثانية وحتى مطلع السبعينيات، إلى مرحلة الفوضى والتخبط والاضطراب، وانتهاء بمرحلة الاندماج بين أسواق المال، والمتمثلة بمصطلح «العولمة المالية» والتي إنما تعبر عن فوضى قائمة على قوانين وتشريعات سنتها الحكومات في الدول الغربية، وصادقت عليها البرلمانات. ولعل وصف الأخطار التي تمثلها الفوضى المالية العالمية بأنها لا تقل خطراً عن المفاعلات النووية صحيح إلى حد كبير. لأن الأزمات المالية التي بدأت تدب في أسواق المال أصبحت تهدد الاقتصادات بالانهيار. فمنذ أواخر الثمانينات وحتى الآن حدث الكثير من الأزمات المالية نجم عنها دمار اقتصادي. والخطير في الأمر أن عدوى الانهيار تنتقل من بورصة إلى أخرى، لتأخذ الأزمة أبعاداً عالمية وليست محلية فحسب. فانهيار بورصة نيويورك عام ١٩٨٧ أدى إلى خسائر قدرت بخمسمائة مليار دولار في يوم واحد. وهذا ما يتناوله الفصل الأخير من الكتاب من خلال دراسة انهيار أسواق المال وتحليل أزماتها.

وتجدر الإشارة إلى أن القارئ غير المتخصص وغير الملم في هذا الفرع قد يجد بعض الصعوبة في الفصول الأولى من الكتاب. والسبب في ذلك أننا في المنطقة العربية لا نزال بعيدين عما يحدث في أسواق المال، ولا زالت الدراسات العربية ضحلة جداً في هذا المجال، وقد يبدو للكثيرين أن ما يحدث في البورصات عصياً على الفهم.

ويأمل الكاتب أن يكون هذا الكتاب لبنة تضاف إلى جهود زملاء وباحثين آخرين لإنشاء بنية أساسية علمية لأسواق المال وخصوصاً البورصات . ويتقدم الباحث بالشكر لدار الرضا للنشر التي تصدر سلسلة الاستثمار والعلوم المصرفية ، والتي تأتي في وقت نحن بأمس الحاجة إلى هذه الدراسات ، ولا سيما أن الإصلاح الاقتصادي الذي نسعى إليه يحتاج إلى جهود حثيثة على كافة المستويات وخصوصاً البحث العلمي الاقتصادي .

والله ولي التوفيق

د. واثق أبو عمر

الفصل الأول
الهيكل المؤسسي لأسواق المال

١ ـ ١ ـ لمحة عن الأوراق المالية:

أسواق المال هي الأماكن التي يتم فيها تداول الأصول المالية بشتى أنواعها، والتي تتجه من المدخرين إلى المستثمرين وتشمل هذه الأسواق كل الأجهزة والمؤسسات والقنوات التي تتدفق عبرها الأموال نحو كافة قطاعات الاقتصاد وأفراد المجتمع.

وتتعدد الأصول التي يتم تداولها من أصول نقدية سائلة، أسهم، سندات، عقارات لتصل إلى أصول أكثر تعقيداً مثل الخيارات والمستقبليات.

وكذلك تشمل الأسواق المالية كل المؤسسات التي تقوم بدور الوساطة المالية بين المدخرين والمستثمرين. مثل البنوك والصناديق المشتركة وشركات التأمين وصناديق التقاعد، وإلى غير ذلك. إذ تأخذ الأموال من الأفراد والمنشآت وتعيد استثمارها في أصول جديدة أو في مجالات أخرى.

ولأن معظم المستثمرين يكرهون المخاطرة والمغامرة، فنجدهم يعملون على تنويع مجالات الاستثمار هادفين إلى تقليل المخاطر. مما يساعد في توسيع الخيارات المتاحة أمامهم.

وما يميز الأصول المالية أنها تمثل حقاً تعاقدياً للحصول على مدفوعات مستقبلية. فالسندات على سبيل المثال، لا تعدو كونها قرضاً يقدمه المدخر إلى المستثمر (مستثمر إلى مستثمر آخر) سواء أكان فرداً أم منشأة أم حكومة لقاء وعد من بائع السند إلى حائزة بالدفع في المستقبل.

وبوجه عام يمكن تقسيم الأوراق المالية التي يتم تداولها في أسواق المال إلى نوعين: أصول ذات دخل ثابت، وأصول ذات دخل متغير أو متحرك.

١ ـ ١/أ ـ الأصول ذات الدخل الثابت[1]:

وأهم أنواعها على الإطلاق السندات التي يكون العائد عليها ثابتاً خلال زمن محدد. ويتم تصنيف السندات عادة، وفقاً لآجال استحقاقها. فهناك سندات طويلة

(1) Fixed - Income Securities.

الأجل، وأخرى متوسطة، وأخرى قصيرة الأجل. وتتم المدفوعات على السند في أوقات محددة ومتفق عليها. حيث تدفع الفائدة بشكل دوري، بالإضافة إلى أصل القرض (قيمة السند) والتي تدفع عندما يحين أجل استحقاقه[1].

ويمكن أن تصدر السندات عن الأفراد والمنشآت والحكومات. فالسندات الحكومية ثلاثة أنواع:

١ ـ أذون الخزانة[2]: وهي أوراق مالية قصيرة الأجل (لا تتجاوز السنة).

٢ ـ أوراق الخزانة[3]: وهي أوراق ذات أفق زمني متوسط (من سنة حتى ١٠ سنوات).

٣ ـ سندات الخزانة[4]: وهي ذات أجل استحقاق طويل (من ١٠ ـ ١٥ سنة) وقد يصل إلى ثلاثين سنة في السندات الأمريكية.

وتقوم الكثير من المنشآت الخاصة بتمويل مشروعاتها الاستثمارية طويلة الأجل من خلال إصدار السندات. وتؤدي الثقة والمصداقية التي تتمتع بها الشركة دوراً هاماً في هذا الشأن، فكلما كانت المنشأة ذات مصداقية أكبر، تقل أسعار الفائدة على السندات التي تبيعها.

بالإضافة إلى السندات هناك أنواع أخرى من الأصول ذات الدخل الثابت، مثل ودائع النظام المصرفي، والتي تبدو في عدة أشكال. فالودائع الادخارية (في حسابات الادخار) تكون قليلة السيولة، لأن المودع يلتزم بمهلة معينة قبل القيام بالسحب من ودائعه. أما حسابات الودائع تحت الطلب (الودائع الجارية) فلها ميزة التعامل بالشيكات.

(1) Maturity.

(2) Treasury Bills.

(3) Treasury Notes.

(4) Treasury Bonds.

١.١ / ب. الأصول ذات الدخل المتغير[1]:

وأهمها الأسهم، والتي تمثل عائداً على الملكية، فالسهم يمكّن صاحبه من الحصول على تيار من العوائد الموزعة في المستقبل، والتي تختلف باختلاف ربحية المشروع، وبالتالي فهي ليست ثابتة.

وتقسم الأسهم إلى نوعين: عادية وممتازة. فالسهم العادي يمثل حق ملكية على الشركة، ويخول مالكه بالتصويت على كثير من سياسات الشركة. ولأن حملة الأسهم العادية يصنَّفون «كثانويين» فهم يأتون في نهاية القائمة، وإذا ما صفيت الشركة. فيدفع للدائنين أولاً. ومقابل ذلك فالتزامات المساهم العادي محدودة. فمثلاً إذا ما تمت تصفية الشركة بخسارة، فيخسر حقوقه، وبالمقابل فهو غير مطالب بدفع الديون المترتبة على الشركة.

أما الأسهم الممتازة فيمكن اعتبارها صيغة وسطى بين السندات والأسهم العادية، حيث يكون للسهم الممتاز دخل ثابت سنوياً. وهي ممتازة لأن عائدها الثابت يدفع للمساهمين قبل توزيع العوائد على حملة الأسهم العادية. وإذا لم تكف أرباح الشركة لدفع العوائد الموزعة المتفق عليها في العقد إلى حملة الأسهم الممتازة في سنة معينة فلا تتحمل الشركة أية مسؤولية، ولا يشكل عدم الدفع إفلاساً كما الحال في السندات. وهناك أنواع أكثر تعقيداً من الأصول ذات الدخل المتغير مثل الخيارات، وهي تمثل عقداً بين طرفين ولها شكلان... خيار الشراء[2] وخيار البيع[3].... فخيار الشراء يلتزم بموجبه البائع بمنح مشتري الخيار الحق في شراء أصل معين (عدد من الأسهم في شركة ما بسعر محدد وخلال فترة زمنية محددة) أما خيار البيع، فيعطي الحق ببيع عدد من الأسهم بسعر محدد وفترة زمنية محددة[*] ويدفع مشتريَ الخيار إلى بائعه مبلغاً مالياً كمكافأة على تعهده ببيع السهم في المستقبل، وبالسعر المتفق عليه في سياق خيارات الشراء. وفي عمليات خيارات البيع يدفع مشتري الخيار إلى بائعه مبلغاً يمثل مكافأة على تعهده بشراء أصل معين في المستقبل وبالسعر المتفق عليه.

---

(1) Variable - Income Securities.

(2) Call Options.

(3) Put Option.

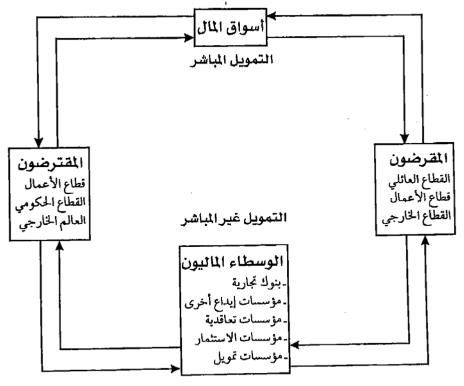
(*) هذا بالنسبة للخيارات الأوربية. أما في الخيارات الأمريكية يدفع السعر قبل حلول الموعد المحدد.

والأصل في خيارات الشراء هو اعتقاد المشتري أن سعر الأصل في الفترة المتفق عليها سيكون أعلى من السعر المتعاقد عليه مضافاً إليه المبلغ الذي دفعه إلى بائع الخيار. أما خيارات البيع تقوم على تكهن بائع الخيار بأن السعر الحالي للأصل مضافاً إليه المبلغ الذي حصل عليه من مشتري الخيار أعلى من السعر المستقبلي. وتستخدم الخيارات والمستقبليات بصورة كبيرة في أسواق النقد الأجنبي للتوقي ضد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار ولاسيما فيما يتعلق بتقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة، وسنأتي على دراسة ذلك بالتفصيل فيما بعد.

٢.١. هيكل أسواق المال:

يتكون النظام الائتماني بشكل عام، من عنصرين أساسيين:

الوسطاء الماليون وأسواق المال. فقد يكون الاتصال بين المدخرين والمستثمرين مباشراً دون وساطة مالية. وقد يكون غير مباشر يتم عبر قنوات الوساطة المالية. ويبين الشكل (١ ـ ١) الصورة العامة للنظام الائتماني.



شكل (١.١) النظام الائتماني

وكما يبدو من الشكل هناك نوعان من الوسطاء الماليين :

الأول : مؤسسات الإيداع والتي تشمل البنوك التجارية في المقام الأول ومؤسسات أخرى مثل بنوك الادخار وشركات توظيف الأموال .

الثاني : المؤسسات الأخرى : مثل المؤسسات التعاقدية (شركات التأمين وصناديق المعاش ومؤسسات الاستثمار وهي شركات تكون محافظ مالية من أسهم وسندات وتقوم بإدارتها .

أما العنصر الثاني للنظام الائتماني وهو أسواق المال وموضوع الكتاب . حيث يتم تداول الأصول المالية المشار إليها في أسواق نظامية ، يمكن تقسيمها إلى عدة أسواق فرعية لكل منها أجهزته ووظائفه وخصائصه .

بصفة عامة تقسم أسواق المال إلى :

١ ـ أسواق النقود(١) .

٢ ـ أسواق رأس المال(٢) .

٣ ـ أسواق الأوراق المالية(٣) .

وهناك بعض التقسيمات التي تعتبر سوق الأوراق المالية جزءاً من سوق رأس المال ، ويضيف البعض إلى هذه الأسواق الفرعية سوق الصرف الأجنبي .

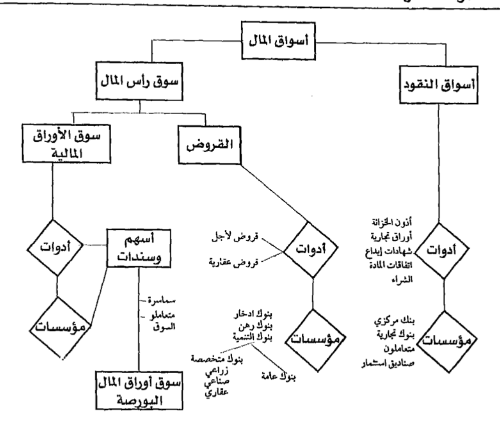
وسوف نتناول كلاً من هذه الأسواق تباعاً ، حيث يمثل الشكل (١ – ٢) الهيكل العام لسوق المال . والتي تتألف من عنصرين هما : الأدوات المالية والمؤسسات .

---

(1) Money Markets.

(2) Capital Markets.

(3) Security Markets.



شكل (٢.١) أسواق المال

وفيما يلي دراسة موجزة لكل من فروع سوق المال.

١-٢/أ-أسواق النقود:

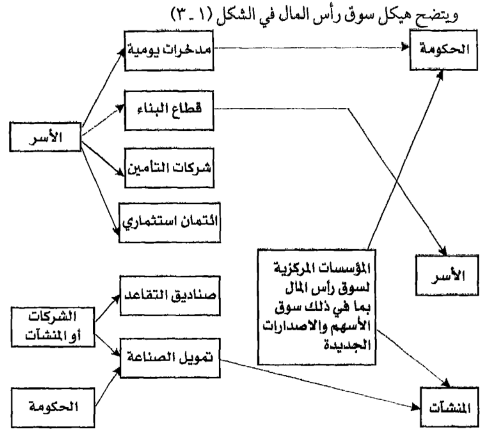
يتم التعامل فيها بالائتمان قصير الأجل. والمخاطر التي ينطوي عليها التعامل في هذه السوق قليلة. والمكون الرئيس في أسواق النقود هو النظام المصرفي. وقد يدخل فيها البنوك الاستثمارية لآجال زمنية قصيرة. ومهمة هذه الأسواق تيسير العمليات المالية بين الوحدات التي تحقق عجزاً والوحدات التي تحقق فوائض.

١-٢/ب-أسواق رأس المال:

ويتم فيها تداول رؤوس الأموال طويلة ومتوسطة الأجل. والعناصر الأساسية فيها بنوك الاستثمار وشركات التأمين وصناديق التقاعد.

وتتكون سوق رأس المال من الناس (الجمهور) والمنظمات التي تطلب السلع والمنظمات والناس الذين يقومون بعرض السلع (والسلع هنا هي النقود).

ويتضح هيكل سوق رأس المال في الشكل (١ ـ ٣)



شكل رقم (٣.١) هيكل سوق المال

ويتضح أن عرض رأس المال يأتي من مدخرات كل من الحكومة والمنشآت والأفراد وبنفس الوقت هم الذين يطلبون رأس المال.

١.٢/جـ. سوق الأوراق المالية:

ويتم فيها تداول الأسهم والسندات وهي المعروفة باسم البورصة[1]. وتقسم البورصة إلى سوقين فرعيتين: السوق الأولى والسوق الثانوية.

أ ـ السوق الأولى (سوق الإصدار) Primary Market:

ويتم فيها بيع الأوراق المالية من أسهم وسندات، والمصدرة لأول مرة عن طريق الاكتتاب العام من قبل الجمهور، أو عن طريق المؤسسات المالية التي غالباً ما تسيطر

(١) تعود تسمية البورصة إلى أحد التجار الإيطاليين الهامين وهو (Van den Bourse) وقد كان يمتلك فندقاً تجري فيه عمليات التبادل بين التجار في القرن الخامس عشر الميلادي. والإيطاليين هم أول من أسس هذا النظام الذي أطلق عليه البورصة.

على هذه السوق. . . فعلى سبيل المثال إذا أرادت شركة جنرال موتورز أن تمول مشروعاً بسندات طويلة الأجل فإنها تبيع السندات في السوق الأولية.

ب ـ السوق الثانوية (سوق التداول) Secondary Market :

ويتم فيها إعادة بيع الأوراق المالية المصدرة سابقاً، والتي تم تداولها في السوق الأولى. وتقوم هذه السوق بوظيفتين هامتين:

الأولى: إعادة بيع الأوراق المالية بهدف تجميع السيولة، مما يجعل هذه الأوراق أكثر قابلية للتسييل، وبالتالي تصبح أكثر قبولاً وجاذبية للتعامل، إذ يسهل بيعها وتحويلها إلى نقود بصورة سريعة.

الثانية: تساعد السوق الثانوية في تحديد أسعار الأوراق المالية المصدرة في السوق الأولى، نظراً لأن المشتري (مشتري الورقة) في السوق الأولى سوف يدفع للجهة المصدرة ذلك السعر الذي يمكن أن يقل عن سعر السوق الثانوية.

وبالتالي فإن البورصات تعمل على تحقيق ثلاثة أهداف أساسية:

١ ـ توفر للمتعاملين في السوق السرعة في تداول الأوراق المالية.

٢ ـ توفر الإمكانية للتعرف على أسعار الأوراق المالية في أية لحظة.

٣ ـ توفر إمكانية تحويل الأوراق المالية إلى نقود سائلة في أية لحظة من خلال جمع قوى العرض والطلب.

ولأن السوق الأولية تعطي الإصدارات الجديدة للشركات تحت التأسيس والتي تقوم بطرح أسهمها للاكتتاب المغلق أو العام لأول مرة. فإنها أيضاً تتضمن الزيادات في رأس مال الشركات القائمة بالفعل، من شركات الاكتتاب العام أو الشركات المغلقة أو السندات بغرض زيادة الموارد المالية. وباعتبار أن هذه الزيادات في رأس المال تمت في بورصة الأوراق المالية، فيمكن النظر إليها بأنها تدخل في نطاق السوق الثانوية.

وتكمن الأهمية الاقتصادية لأسواق الأوراق المالية في أنها تفسح المجال لتجميع المدخرات وتخصيصها للاستخدامات الاستثمارية المختلفة. حيث يتم توجيه المدخرات لتكوين رؤوس الأموال اللازمة لإنشاء مشروعات جديدة أو لزيادة حجم النشاط القائم منها.

وعلى ذلك فإن البورصة تؤدي وظيفة اقتصادية هامة تتمثل في تحويل الأرصدة النقدية من مدخرات إلى استخدامات إنتاجية توسع قاعدة الإنتاج المادي، وتخلق فرص عمل جديدة، ودخولاً جديدة تساعد في تمويل الطلب على الإنتاج وتفعليه، الأمر الذي ينعكس على فعالية الاقتصاد. وزيادة معدلات النمو الاقتصادي. ولا شك أن وجود سوق للأوراق المالية ذات سيولة مرتفعة سوف يساعد في توزيع رؤوس الأموال بصورة أكثر كفاءة، إذ يصبح الاستثمار أقل مخاطرة.

ويعتبر الطلب على الأوراق المالية عاملاً أساسياً في تحقيق الكفاءة في توجيه الموارد، وتخصيصها نحو المجالات الأكثر عائداً، ويتوقف ذلك على عدة عناصر يجب أن تتوفر في البورصة. وهي كفاءة التسعير وكفاءة الأداء والتشغيل، وتحقيق نوع من العدالة في السوق. فضلاً عن توفر عامل الأمان ولاسيما أن معظم المستثمرين يكرهون المخاطرة. وسوف تتم دراسة هذه العناصر في الفصول التالية.

وما كان للأصول المالية بأشكالها المختلفة أن تقوم بوظيفتها الاقتصادية لو لم تتوفر أسواق يتم فيها تداول هذه الأصول. فالأسواق هي التي تحقق التوافق الزمني والكمي بين الادخار والاستثمار للوحدات الاقتصادية المختلفة.

ولكي تقوم أسواق المال بتلك الوظيفة لابد من وجود تنظيم كفء وكاف لها عبر العديد من الإجراءات الوقائية والحمائية. ذلك أن أسواق المال تختلف عن أسواق المنتجات، في أن الأولى تقوم على أساس تلقي المشتري التزاماً بالدفع في الموعد المحدد في المستقبل. وبالتالي فإن التعامل يقوم على ثقة المستثمر بأن التزامه سوف يتحقق، ولأن الأدوات المالية تتضمن تعهدات مستقبلية قد تتحقق أو لا تتحقق، فإن أسواق المال سريعة التأثر بمجموعة من العوامل مثل الخداع والذعر المالي والتي لا توجد في أسواق السلع.

لهذا لجأت الحكومات إلى وضع الأسس والتنظيمات والقوانين التي تحكم الأداء في سوق المال. وتعمل هذه التنظيمات المالية على تحقيق غرضين أساسيين:

الأول: توفر المعلومات لكل المستثمرين المحتملين لكي يتمكنوا من اتخاذ قرار الاستثمار بناء على معلومات كاملة عن سوق المال.

الثاني: يهدف التنظيم إلى ضمان سلامة الوسطاء الماليين كي تكون مدخرات المستثمرين آمنة. لذلك تبقي المؤسسات المصرفية نسبة من رأس المال (٦٪ أو ٨٪ مثلاً) وكلما كانت النسبة (رأس مال البنك/ إجمالي الأصول) أكبر يكون موقف البنك أقوى في مواجهة انخفاض قيمة الأصول.

وإذا ما فشل البنك في ضمان السلامة المالية، فإن الحكومة تضع خطة لتأمين أصول المودعين. وهذا الإجراء هام لتفادي الإفلاس الذي قد ينجم عن شائعة أن البنك عاجز عن مواجهة التزاماته، مما يدفع المودعين إلى سحب أرصدتهم في وقت لا يكون البنك جاهزاً لتسييل استثماراته في المجالات المختلفة.

ففي أعقاب الكساد الكبير الذي حل بالاقتصاد العالمي عام ١٩٢٩، بدأت الحكومات بوضع الأسس لضمان الودائع في البنوك التجارية. فنشأ العديد من المؤسسات المختصة بتأمين الودائع. التي تعتبر عنصراً هاماً في تجنب إفلاس البنوك. عندما تنتشر شائعة (قد تكون كاذبة) في أن البنك غير قادر على مواجهة التزاماته، الأمر الذي يدفع المودعين إلى طلب استرداد ودائعهم. وفي مثل هذه الحالة، وحتى لو كان البنك قوياً وسليماً فقد يؤدي الطلب الجماعي على السحب إلى انهياره، لأنه من الصعب عليه تسييل استثماراته طويلة الأجل بصورة سريعة كافية لإرضاء المودعين. وساهمت إجراءات تأمين الودائع التي تضعها الحكومات لمواجهة الحالات الطارئة إلى حد كبير في إنقاذ كثير من البنوك من الإفلاس.

وفي هذا السياق يمكن استعراض أزمة مؤسسات المدخرات والقروض في الولايات المتحدة. ففي أواخر ١٩٧٠ ارتفعت أسعار الفائدة إلى مستويات غير متوقعة. الأمر الذي وضع مؤسسات الادخار والقروض في موقف صعب في مواجهة هذا الارتفاع، حيث لم يكن من الممكن تسييل الاستثمارات طويلة الأجل على شكل ثابت للفائدة. في حين كانت خصوم البنوك أو التزاماتها ودائع قصيرة الأجل. وبالتالي فرض ارتفاع أسعار الفائدة على هذه البنوك مدفوعات أكبر للمودعين دون أن تتلقى مقابل ذلك من القروض طويلة الأجل. بمعنى أن ارتفاع أسعار الفائدة خفض قيمة أصول البنوك بالنسبة لخصومها مما هددها بالإفلاس. ولم تكن التنظيمات المالية الحكومية في ظل إدارة ريغان في الثمانينيات كافية.

بسبب قلة العاملين في هذا المجال وقلة التدريب الناتج أساساً عن تراجع الجهود الهادفة إلى الإشراف على النظام المصرفي. وبقيت أزمة مؤسسات الادخار والأقراص إلى أن تمت معالجتها في عهد الرئيس بوش من خلال خلق مؤسسات جديدة لتأمين سلامة البنوك والودائع. وكانت تكاليف معالجة الأزمة باهظة جداً. فقدرت في عام ١٩٨٧ بحوالي ٢٩ مليار دولار، وبعد سنتين قدرت بحوالي ١٩٠ مليار دولار. وفي منتصف التسعينيات قدرت التكاليف على دافعي الضرائب لمواجهة الأزمة بـ ٣٠٠ مليار دولار، وكان على الحكومة إنقاذ ٨٠٠ مؤسسة من هذه المؤسسات المهددة.

١-٢/د-سوق النقد الأجنبي

من المعروف أن سعر الصرف التوازني للعملة هو السعر الذي يتحقق عنده التوازن بين الكمية المعروضة من الصرف الأجنبي والكمية المطلوبة منه. وبالتالي يمكن القول بأنه السعر الذي يحقق التوازن في ميزان المدفوعات. لأن المعروض من النقد الأجنبي والطلب عليه يجري لتسوية المدفوعات الدولية التي تظهر في بنود ميزان المدفوعات.

ولأسواق الصرف الأجنبي مكونان أساسيان. . السوق الفورية[1] والسوق الآجلة[2]. فالسعر الذي يسود في الأولى يطلق عليه «سعر الصرف الفوري» والذي يسود في الثانية هو «سعر الصرف الآجل».

تشمل السوق الفورية جميع المعاملات التي يتم خلالها تداول العملات في الحال وفقاً لسعر السوق عند إجراء الصفقة. أما السوق الآجلة فتشمل كل المعاملات التي تتضمن عقد اتفاق على سعر الصرف في الحال، على أن تسلم العملات في وقت لاحق (شهر، ثلاثة شهور، ستة شهور).

ويضيف البعض إلى هاتين السوقين للصرف الأجنبي سوقي العقود المستقبلية وعقود الخيارات. وقبل التطرق إليها، لابد من توضيح الأنشطة الرئيسة في أسواق الصرف وهي المضاربة والمراجحة.

---

(1) Forward Market.

(2) Spot Market.

١ ـ المضاربة[1] والتوقي[2]:

بسبب التقلبات التي تتعرض لها أسعار الصرف، في ظل أنظمة الصرف المرنة والمعومة، تنشأ مخاطر تتمثل في الخسائر التي قد تتحملها الأطراف. وهذه المخاطر قد تدفع البعض من محبي المخاطرة إلى المضاربة على العملات. في حين يسلك البعض الآخر ممن يكرهون المخاطرة، سلوكاً آخر نقيضاً فيعمدون إلى اتخاذ إجراءات للتوقي وأخذ الحيطة، فعلى سبيل المثال. نفترض أن شخصاً اقترض مبلغاً بعملة معينة وهو أمام احتمال تحقيق خسارة إذا ما ارتفع سعر صرف هذه العملة قبل أو عند تاريخ السداد. وقد يقوم شخص آخر بإيداع مبلغ بعملة أجنبية في أحد البنوك، وهو أمام مخاطرة تتمثل في انخفاض قيمة الودائع إذا ما انخفضت قيمة العملة. لذلك فإن الشخص الذي يلتزم بالدفع في المستقبل يكون في «مركز مكشوف» أي معرض للمخاطرة.

والمضارب الذي يحب المخاطرة يأخذ لنفسه مركزاً مكشوفاً في السوق طامحاً في تحقيق أرباح. وهذه هي حالة المضاربة. التي يقوم المضارب من خلالها بشراء العملة، إذا توقع ارتفاع سعر صرفها في المستقبل، فيبيعها محققاً ربحاً معيناً. أما إذا حدث العكس وانخفض سعر الصرف فإنه يمني بخسائر. ولا شك أن المضاربة تساهم في زعزعة النظام النقدي، وسوف نتعرض إلى ذلك في القسم الثاني من الكتاب عند الحديث عن الأزمات المالية وانهيار الأسواق.

أما الشخص الذي يكره المخاطرة فيقوم بإجراءات احترازية للتوقي ضد المخاطر. أي يقوم بتغطية المركز المكشوف، بطريقة أو بأخرى، فعلى سبيل المثال:

إذا التزم مستورد بدفع فاتورة وارداته بعد ثلاثة أشهر مقابل مبلغ معين وبعملة معينة، فقد يسعى إلى تغطية مركزه من خلال قيامه باقتراض ما يعادل قيمة المبلغ المدين به، ثم يودعه في أحد البنوك، فيستفيد من أسعار الفائدة لمدة ثلاثة أشهر. معوضاً عن أي ارتفاع قد يحدث في قيمة العملة.

---

(1) Speculation.

(2) Hedging.

٢ ـ المراجحة[١] :

وبموجبها يقوم المتعامل أو المستثمر بشراء عملة معينة من أحد أسواق الصرف ثم يبيعها فوراً في سوق أخرى مستفيداً من فروق أسعار الصرف بين الأسواق، فعلى سبيل المثال: إذا كان سعر صرف الدولار الأمريكي في القاهرة 3.4 جنيهاً مصرياً. وسعر صرف الجنيه المصري في لندن 0.2 جنيه إسترليني، وسعر صرف الإسترليني في نيويورك 1.6 دولار. فيقوم الباحث عن تحقيق الربح بتحويل دولار إلى 3.4 جنيه مصري في بورصة القاهرة. ثم يحول المبلغ إلى 0.68 جنيه استرليني في سوق لندن، ثم يحولها إلى 1.08 دولار في سوق نيويورك. وتبدو الحالة في أن الدولار الذي بدأ به العملية مكَّنه من الحصول على 1.08 دولار، وبمعدل ربح 8% ويطلق على عمليات التحويل هذه بين العملات «المراجحة». والتي تتم بصورة واسعة لمواجهة تقلبات أسعار الفائدة، وتدعى «مراجحة أسعار الفائدة» وهذا النوع من المراجحة يساعد في تدفق رؤوس الأموال قصيرة الأجل فيما بين أسواق النقود المختلفة للاستفادة من فروق الأسعار.

ولأن التعامل في أسواق الصرف ينطوي على مخاطر ناتجة عن تغير أسعار الصرف، فإن مراجحة الفائدة تتضمن مخاطر سعر الصرف. ومن يقوم بهذا العمل، يلجأ إلى إجراء موازنة بين الربح المتوقع في فروق أسعار الفائدة والخسارة المحتملة في تغيرات أسعار الصرف. فإذا كان القائم بعملية المراجحة محباً للمخاطرة، فيقوم بعمليات التحويل دون أن يغطي نفسه، وهذه هي مراجحة الفائدة المكشوفة.

وإذا كان كارهاً للمخاطرة يقوم بتغطية نفسه ضد المخاطر المحتملة، وهنا نكون أمام حالة مراجحة الفائدة المغطاة، والتي تتم في السوق الآجلة للصرف الأجنبي. ويوضح المثال التالي مراجحة الفائدة:

يود مستثمر ما استثمار أمواله لفترة قصيرة (٣ شهور مثلاً) وأمامه عدة خيارات. فقد يقوم بإيداعها في حساب ادخار بالجنيه الإسترليني في أحد بنوك لندن وبسعر فائدة 6% سنوياً. أما إذا اشترى أذون خزانة في سوريا (بالليرة السورية)، ولمدة ثلاثة أشهر فإنه يحصل على فائدة 12%. وهذا الفارق في سعر الفائدة يحفز الشخص على تحويل

---

(1) Arbitraqe.

استثماره من الجنيه الإسترليني إلى الليرة السورية. وبالتالي فالمراجحة المكشوفة تجرى عندما يحول الإسترليني إلى الليرة السورية لشراء أذون الخزانة، وتحويل المبلغ من الليرة إلى الإسترليني بعد ثلاثة شهور. أما المراجحة المغطاة تكون بقيام الشخص بتحويل المبالغ من الإسترليني إلى الليرة لشراء أذون الخزانة، وفي نفس الوقت يقوم بشراء الإسترليني في السوق الآجلة (تسليم بعد ٣ شهور) وبقيمة أذون الخزانة وفوائدها. وبذلك فهو يتوقى ضد تقلبات محتملة قد تحدث في سعر الصرف.

والصيغة العامة لمراجحة الفائدة المغطاة (أو حالة استثمار ٣ شهور) كما يلي:

$$A = \frac{i - i^*}{4 - i^*} - \frac{SE - FE}{FE}$$

حيث: A = هامش مراجحة الفائدة المغطاة في استثمار ربع سنوي.

i = سعر الفائدة السنوي في سوق النقد المحلي.

i* = سعر الفائدة السنوي في سوق النقد الأجنبي.

SE = سعر الصرف الآجل (مدة ٣ شهور).

FE = سعر الصرف الفوري.

وبتطبيق هذه الصيغة على أرقام المثال المذكور:

$$A = \frac{0.12 - 0.06}{4 - 0.06} - \frac{0.06}{4.06} = 0.0148$$

أي إن هامش مراجحة الفائدة المغطاة يصل إلى حوالي 1.5% خلال ثلاثة شهور. وهذا يدفع الكثير للقيام بأعمال المراجحة. وهي تحدث بالفعل ومألوفة جداً في أسواق المال.

٣ ـ أما الأنواع الأخرى من أسواق الصرف الأجنبي فتتمثل بالخيارات والمستقبليات. ويكون التعامل في هاتين السوقين أقل بكثير من التعامل في السوق الفورية والآجلة. فسوق المستقبليات وهي سوق آجلة يتم التعامل فيها بموجب عقد مقتصر على عدد قليل من تواريخ التسليم المحددة مسبقاً، وعدد قليل من العملات الرئيسية. أما أسواق الخيارات فيتم فيها تداول عقود تعطي مشتري الخيار الحق في شراء كميات معينة من

عملات معينة في تاريخ محدد أو قبل هـذا التـاريخ ، مـع الإشـارة إلى أن العقـود لا تـلزم الشخص بالشراء .

ويمكن إضافة سوق المبادلات إلى هذين السوقين ، وهي التي تشمل السوقين الفورية والآجلة معاً . فتتضمن بيعاً فورياً لعملة ما ، وشراء آجلاً لنفس العملة في آن معاً .

ومن المعروف أن الطلب على الصرف الأجنبي ليس طلباً أساسياً بل هو طلب مشتق من الطلب على السلع والخدمات والأوراق المالية الأجنبية . فإذا حدث فائض في ميزان المدفوعات ، فإن الطلب على عملة البلد عند سعر الصرف السائد يكون أكبر من عرض هذه العملة ، مما يدفع سعر صرفها إلى الارتفاع . فتزيد قيمة الصادرات مقومة بالعملات الأجنبية ، وتنخفض أسعار الواردات مقومة بالعملة المحلية ، ويحدث العكس في حال وجود عجز في ميزان المدفوعات .

ولكن ما يحدث في الأسواق المالية المعاصرة وبعد تحريرها من القيود والحواجز ، يبين أن الطلب على النقد الأجنبي لم يعد مرتبطاً بالطلب على الواردات والصادرات ، بقدر ما أصبح يطلب لأغراض المضاربة ، حيث إن رؤوس الأموال الساخنة (قصيرة الأجل) أصبحت تجوب العالم بلمح البصر متحولة من سوق إلى أخرى بصورة بعيدة عما يحدث في أسواق المنتجات . وكان ذلك نتيجة للثورة المالية والتي ساعد على تطورها التقدم الهائل في تكنولوجيا الاتصالات والمعلومات ، حيث أخذ رأس المال المالي بالانفصال عن رأس المال الإنتاجي ، وصار الاقتصاد رمزياً يتحرك بناء على رموز مؤشرات . وهذا ما سيتعرض له القسم الثاني من الكتاب عند الحديث عن الانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي . واستشراء عمليات المضاربة والتي أخلت بالوظيفة الاقتصادية الهامة للبورصات حيث أصبح ما يجري في أسواق المال منفصلاً عما يجري في الاقتصادات الحقيقية ، وأصبح لكل من رأس المال المالي المتمثل بصورة أساسية برؤوس الأموال الساخنة التي تستخدم في المضاربة ، ولرأس المال الحقيقي الذي ينتج السلع والخدمات دورته الخاصة والمنفصلة .

١ . ٣ . كفاءة أسواق المال:

منذ قرون ساد الاعتقاد أن التفتيش في أحشاء حيوان ميت، قد يوفر بيانات ضرورية للتنبؤ بأحداث المستقبل. أما الآن وبعد التطور الهائل في تكنولوجيا الاتصالات والكمبيوتر، يتم تطبيق نماذج أكثر تعقيداً للوصول إلى تنبؤات مستقبلية، وخاصة في أسواق المال.

وينشئ الاقتصاديون نماذج قياسية معقدة لدراسة الارتباط بين عرض النقود والتضخم، وأسعار الفائدة، والانتفاع من الطاقات الصناعية، واستقرار الأجور والسياسات الضريبية ومتغيرات أخرى كثيرة. وعلى أساس نتائج هذه الدراسات يتم بناء التنبؤات المستقبلية.

ويقوم المحللون الماليون بدراسة الميزانيات وتقارير الدخل وأسواق المنتجات ونوعية الإدارة وتكاليف التصنيع وغيرها لكي يحددوا ما إذا كانت أسهم شركة معينة أو قطاع معين سترتفع أو ينخفض.

أما المحللون الفنيون يدرسون المؤشرات المعقدة القائمة على التحركات التاريخية للأسعار، حيث تطبق نظريات عديدة تحاول تطوير تقنيات التنبؤ.

ويقوم التنبؤ على أساس المعلومات التي يتم تقسيمها إلى ثلاثة مستويات:

الأول: معلومات سابقة[1] أو متراكمة من الماضي (تاريخية) وهي المتعلقة بظروف إصدار الورقة المالية وظروف الشركة المصدرة.

الثاني: معلومات حالية وعامة وهي الموجودة في القوائم المالية السنوية للشركات المسجلة في البورصة.

الثالث: المعلومات العامة والخاصة وهي المتاحة لكل المتعاملين في الأسواق، أما الخاصة فغير متاحة إلا لفئة معينة من هؤلاء.

وترتبط كفاءة أسواق المال بهذه المستويات من المعلومات. وقبل التعرض لأشكال الكفاءة، ومن الضروري تعريف السوق الكفء.

ويمكن تعريف السوق الكفء بأنها التي يتحقق فيها التوازن في أسعار الأصول المالية وتتوقف الأسعار على المعلومات المتوفرة للمتعاملين. بمعنى آخر يكون السوق

---

(1) Precentes.

كفئاً إذا لم يكن هناك فرق بين السعر السوقي للأصل المالي وسعره الحقيقي، أما السوق غير الكفء يكون فيها فروقات بين السعر الحقيقي والسعر السائد في السوق وتكون الأرباح، في السوق الكفء، عادية، إذا لا يستطيع المستثمر أن يحقق أرباحاً غير عادية ما دام سعر الأصل يعكس قيمته الحقيقية.

وتفترض فرضية كفاءة السوق[1] أن المستثمر يتمتع بالرشادة، وأن الأصول مسعرة بقيمتها الحقيقية في ضوء المعلومات المتاحة.

ويمكن التمييز بين ثلاثة أشكال لكفاءة سوق المال وفقاً للمستويات الثلاثة المذكورة من المعلومات.. الشكل الضعيف[2].. الشكل المتوسط[3].. الشكل القوي[4]..

١ ـ الشكل الضعيف للكفاءة:

وهو الذي يرتبط بالمعلومات السابقة (التاريخية)، ووفق هذا الشكل من كفاءة سوق المال تعكس أسعار الأصول كل المعلومات المتراكمة وأحداث الماضي. وبذلك لا يتمكن المستثمر من استغلال هذه المعلومات لتحقيق أرباح غير عادية. وتكون السوق كفؤاً في هذه الصورة الضعيفة إذا اتبعت أسعار الأصول المسار العشوائي في تقلباتها. وتسلم نظرية المسار العشوائي بأن سلوك الأسعار عشوائياً يصعب التنبؤ به، حيث تستجيب الأسواق بصورة دائمة إلى السير العشوائي للأخبار والمعلومات الإيجابية والسلبية.

٢ ـ الشكل المتوسط لكفاءة السوق:

ويرتبط بالمستوى الثاني من المعلومات الحالية والعامة. وفيه تعكس أسعار الأصول كافة المعلومات القائمة في التقارير المالية السنوية من أرباح موزعة، وتغيرات في الدخل، وإستراتيجيات الإدارة وإلى غير ذلك. وفي مثل النوع السابق لا يستطيع المستثمر تحقيق أرباح غير عادية في هذا الشكل للسوق. حيث تنعكس كل معلومة في الحال في أسعار الأصول.

---

(1) Efficient Market Hepothisis (EMH).

(2) Weak - Form of EMH.

(3) Semi - Strong of EMH.

(4) Strong Form of EMH.

٣-الشكل القوي للكفاءة:

ويرتبط بالمستوى الثالث من المعلومات، حيث يحقق السوق الكفاءة في هذه الصورة القوية، إذا تضمنت أسعار الأصول كل المعلومات العامة والخاصة، فالمعلومات العامة متاحة لكل المتعاملين في السوق. أما المعلومات الخاصة فتكون حكراً على نوعية خاصة من المتعاملين الذين يمكنهم وحدهم الحصول على معلومات معينة تمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية. وهؤلاء قد يكونون من كبار المستثمرين في الشركات أو مديرين أو أعضاء مجلس إدارة... والذين يكون لديهم معلومات. غير متاحة للآخرين، فيحاولون استغلالها لتحقيق أرباح غير عادية، وبذلك فهم يؤثرون في أسعار الأصول وتحركاتها.

وقد أجريت دراسات لاستقصاء وتفسير العلاقة التي تربط بين المعلومات الموجودة في سياق الأشكال الثلاثة المذكورة واختيار البدائل الاستثمارية المختلفة. ووضعت هذه العلاقة وفق صيغ رياضية وكمية. ولعل صيغة (ماير) هي الأكثر شيوعاً ووضوحاً في هذا الصدد. وهي تأخذ الشكل التالي:

$$\delta^{P} c \delta^{R} c \delta^{A}$$

حيث: δ^{P} : عبارة عن المعلومات والبيانات السابقة عن العائد والأسعار.

δ^{R} : تمثل كافة المعلومات العامة والمتاحة للعاملين.

δ^{A} : تمثل كافة المعلومات العامة والخاصة والتي تؤدي دوراً هاماً في تحديد أسعار الأصول.

ووصلت عدة دراسات إلى أن وجود المعلومات الخاصة لدى الكثير من المتعاملين في السوق يمكنهم من تحقيق أرباح غير عادية. وهذا ما يتعارض مع فرضية كفاءة السوق. لذلك ساد الاعتقاد بأن الشكل القوي للكفاءة ليس موجوداً بالواقع. والموجود فعلاً هو الشكلان الأول والثاني: الشكل الضعيف للكفاءة والشكل المتوسط (شبه القوي) للكفاءة.

١ - ٤ - مؤشر سوق الأوراق المالية:

مؤشر البورصة هو عبارة عن رقم قياسي يتم تكوينه من واقع القيمة السوقية لمحفظة الأوراق المالية. ويساهم هذا المؤشر في تتبع التطورات التي تحدث في سوق

المال وقياسها بشكل دائم ومستمر معبراً في كل لحظة عن تحركات السوق. كما يساعد في تعريف المستثمرين بظروف استثماراتهم وأدائهم.

وفي أسواق المشتقات يؤدي المؤشر دوراً هاماً كأداة لتداول المشتقات من عقود الخيارات والمستقبليات والمبادلات، والتي تسعى إلى التوقي ضد المخاطر التي ينطوي عليها الاستثمار.

والوظيفة الاقتصادية الهامة لمؤشر البورصة هي أنه يسهم في تقييم الأصول والثروات على المستوى الاقتصادي الكلي.

ويتم عادة التمييز بين نوعين من المؤشرات:

أ ـ مؤشرات غير قابلة للتداول. والتي تدمج أو تختزل الأداء الكلي لسوق المال في رقم واحد. وهناك مؤشرات رسمية تصدر عن الهيئات الرسمية القائمة على إدارة وتنظيم البورصة، أو من معاهد ومؤسسات مالية. وتقتصر هذه المؤشرات على حدود الدولة لقياس أداء البورصة فيها. أما النوع الآخر من المؤشرات غير القابلة للتداول فهو المؤشرات الدولية والتي تصدرها هيئات دولية للسمسرة وغيرها.

ب ـ مؤشرات قابلة للتداول. وهي التي تفسح المجال للتداول في كل أقسام البورصة من أسواق مشتقات وغيرها. وتساعد المستثمرين في تحسين أداء إدارة محافظهم المالية.

حـ ـ مؤشرات صناديق الاستثمار، وتصدر عن صناديق الاستثمار من خلال الشركات التي تقوم على إدارة هذه الصناديق.

ويتم تكوين المؤشر من خلال اختيار العينات من الأسهم التي ستدخل أسعارها في الحساب. ثم يتم تركيب هذه الأسعار للوصول إلى رقم موحد، يمثل المؤشر، وحساب المؤشر يختلف من بورصة إلى أخرى وفقاً للعناصر المكونة له. فحساب مؤشر KaK40 مثلاً يتم باستخدام المعادلة التالية:

$$\frac{\text{مجموع رأس مال الأوراق المالية الداخلة في الحساب}}{\text{مجموع رأس المال في سنة الأساس}} \times \text{رقم الأساس } (١٠٠)$$

حيث يتم ضرب سعر كل سهم داخل في الحساب بعدد أسهم الشركة. ثم تجمع القيم لكل الشركات الداخلة في البورصة وتقارن بقيمة سنة الأساس:

فإذا كان المؤشر، مكون من أسهم ثلاث شركات

الشركة	الأسهم الداخلة في الحساب	سعر السهم	القيمة
آ	4000	150	600000
ب	5000	100	500000
جـ	3000	40	120000
			1220000

فإذا كانت القيمة في سنة الأساس 5000 فإن المؤشر:

$$244 = \frac{1220000}{5000}$$

يعني أن مؤشر السوق 244 نقطة وهو أكبر بحوالي ٢٤ مرة من مؤشر سنة الأساس.

١ . ٥ . التقسيم الجغرافي للبورصات

يمكن القول: إن البورصات بدأت منذ عهود ما قبل الميلاد عبر سعي الإنسان الدائم للحصول على الثروات التي كان يستخدمها في تطوير التجارة. فقد شهدت منطقة ما بين النهرين عمليات تبادل شبه مصرفية بين التجار. كما عرفت روما القديمة نمطاً من شركات الأموال التي كانت تستخدم مواردها لإنشاء المعابد ورصف الطرقات.

وفي العصور الوسطى شهدت إيطاليا تطورات هامة في العمليات المالية والتجارية عبر البحار، مما دعى إلى وجود مركز ينظم هذه العمليات. ومع مطلع القرن السادس عشر الميلادي ومع حركة الاكتشافات البرتغالية والإسبانية تأسس في أوروبا مركز للمعاملات التجارية في بلجيكا (بورصة أنفرز) وعام ١٦٨٣ ظهرت بورصة بال في سويسرا، وبورصة لندن ١٦٩٥، ثم فيينا عام ١٧٦٢، وبروكسل ١٨٠١، ورما ١٨٢٢.

ومع اكتشاف صيغة الشركات المساهمة، وسعي الحكومات للاقتراض تطورت العمليات الحالية وظهرت بورصات جديدة للتعامل بالبضائع.

وعرفت البورصات أنواعاً عديدة يمكن تقسيمها وفقاً لطبيعة أعمالها كما يلي:

١- بورصات المنتجات وتشمل:

- بورصات السلع: ويتم فيها تداول السلع بمختلف أنواعها زراعية وصناعية ومعدنية وعقارات وغيرها.

- بورصات الخدمات: تهتم بصناعة السياحة والفنادق والتأمين والنقل.
- بورصات الأفكار: وهي الأحدث بين البورصات، وتختص بتبادل حقوق الاختراع والمعارف والمعلومات.

٢. بورصات وفق الأفق الزمني وهي نوعان:

- بورصات المنتجات الجارية، والتي يتم التعاقد عليها وتسليمها وقبض القيمة في الحال.
- بورصات العقود الآجلة: وهي التي يتم التعاقد عليها حالياً وتسلم في وقت لاحق.

٣. بورصات وفقاً للمنطقة الجغرافية:

وتشمل البورصات المحلية التي تقتصر عملياتها على السوق المحلية، وأنشطتها محدودة، وبورصات دولية تخترق معاملات الحدود الجغرافية.

٤. بورصات وفقاً للتسجيل والاعتراف:

وهي نوعان: بورصات رسمية يتم تأسيسها بترخيص من الحكومات، وتخضع لأسس وقوانين وقواعد تنظم عملياتها بالإضافة إلى الإشراف الحكومي. أما البورصات غير الرسمية، فهي تعمل وفقاً لضوابط وقواعد خاصة بها، ولا تخضع لرقابة لأنها لا تعترف بها بالأصل.

٥. بورصات تداول الأوراق المالية:

وهي التي تم الحديث عنها في سياق الحديث عن هيكل أسواق المال، ويتم فيها تداول الأوراق المالية من أسهم وسندات وغيرها.

ويتكون الهيكل الإداري والتنظيمي للبورصة من عدة عناصر، أهمها:

آ - لجنة البورصة: وتتكون بوجه عام من سبعة عشر عضواً، ويوكل إليها وضع الإجراءات اللازمة لضمان سير العمل في البورصة. وممارسة الأعمال المتعلقة بالرقابة على سلوك الأعضاء. كما يمكنها تحديد أسعار الأوراق المالية بصورة تحكمية إذا اقتضت الضرورة. مع ترك هامش بين الحد الأدنى والأقصى.

ب - الجمعية العمومية للبورصة، والتي تعقد اجتماعات سنوية تقرر خلالها اتجاهات السوق وتصديق الميزانيات والحسابات الأخرى.

جـ - هيئة التحكيم: وهي التي تنظر في المنازعات التي قد تحدث بين أعضاء البورصة والفاعلين الحقيقيين فيها من عملاء اقتصاديين وسماسرة وغيرهم.

ويضاف إلى هذه العناصر مجلس تأديبي ينظر في المخالفات ويرفع تقريره إلى الجهات المختصة. ومندوب تفرزه الحكومة لمراقبة وتتبع تطبيق القوانين، ويحق له حضور كل الجلسات الخاصة بلجنة البورصة والجمعية العمومية وهيئات التحكيم.

تصنف البورصات الحديثة على المستوى الدولي في نوعين: أسواق الدول العريقة صناعياً، وأسواق الدول الناشئة (البورصات الصاعدة)، وبالشكل العام يتم تقسيمها جغرافياً على مستوى قاري، وفيما يلي موجز عن كل منها:

١ ـ البورصات الأمريكية:

تحتوي الولايات المتحدة على أكبر عدد من أسواق المال في العالم، نظراً لكثرة عدد الشركات فيها والمسجلة في البورصات. وأكثرها شهرة بورصة وول ستريت وبورصة نيويورك.

٢ ـ البورصات الأوربية:

وأشهرها بورصة لندن التي بدأ تاريخها الحديث عام ١٩٨٦ عندما قامت بريطانية بتحرير أسواقها المالية من القيود والحواجز، وتحتوي بورصة لندن على السوق المتحدة للأصول، والتي تحول الشركات متوسطة الحجم وعلى أكبر سوق أوربي للعقود الآجلة.

أما البورصات الفرنسية فأشهرها بورصة باريس، من أصل سبع بورصات في مدن رئيسية أخرى تخضع جميعها لسلطة مركزية واحدة باستخدام نظام إلكتروني يربطها جميعاً.

وتعتبر البورصات الألمانية أصغر من حجم الاقتصاد الألماني، حيث الاعتماد الأكبر على النظام المصرفي.

٣ ـ البورصات الآسيوية:

وأكثرها شهرة بورصتا طوكيو وهونغ كونغ... فبورصة طوكيو وحدها يتجاوز رأس مالها كل رأسمال البورصات الأوربية مجتمعة بسبب ضخامة حجم التداول فيها، والذي ساعد عليه الأداء الجيد للاقتصاد الياباني، ولاسيما فيما يتعلق بانخفاض معدلات التضخم ووجود فائض في الميزان التجاري.

وهناك أسواق صاعدة أو ناشئة في ماليزيا والصين ودول جنوب شرق آسيا الأخرى ، وقد منيت أسواق جنوب شرق آسيا بأزمة مالية حادة عام ١٩٩٧ ، كادت أن تقوض اقتصاداتها التي أطلق عليها تسمية النمور الآسيوية والمعجزة الآسيوية وغيرها . وسنعرض لهذه الأزمة وغيرها في الفصل الأخير من الكتاب .

الفصل الثاني
تحليل المحفظة الاستثمارية
وتسعير الأصول المالية

تم تطوير نظرية المحفظة في سياق دراسة كره المستثمر للمخاطرة. وتقوم هذه النظرية على عناصر أساسية تتمثل في العائد المتوقع والمخاطرة التي تنطوي عليها. والمحفظة المالية هي مجموعة من الأصول المالية (نقود سائلة، أسهم، سندات وغيرها) أو العينية (أرض، ذهب، لوحات فنية وغير ذلك) والهدف منها تنويع الأصول المستثمرة، لتقليل المخاطرة وتعظيم العائد المتوقع على الأصول المستثمرة فيها.

٢. ١. تحليل المحفظة المالية:

٢.١ / أ. الاختيار في ظل عدم التأكد: استهلاك العائد والمخاطرة:

تجيب النظرية المعاصرة لمحفظة الأوراق المالية عن العديد من الأسئلة من قبيل:

في ظل أية ظروف يطلب المستثمرون أنواعاً مختلفة من الأصول؟.

وما هي العلاقة بين الطلب على الأصل المالي وكل من عائده ومخاطرته؟.

ويعود تأسيس فكرة المحفظة إلى (هاري ماركويتز) الحائز على جائزة نوبل في مطلع الخمسينيات بناء على ورقة أعدها في هذا الخصوص.

وتنطلق نظرية المحفظة من افتراض أن مالكي الثروات يهتمون بالخصائص العامة لاستثماراتهم. فالأصل الذي ينطوي الاستثمار فيه على مخاطرة عالية إذا استثمر بمفرده، قد يكون آمناً إذا استثمر في محفظة تحتوي على أصول أخرى تعوض مخاطرته.

ومن غير المألوف أن نجد مستثمراً يركز كل ثروته في أصل واحد، فرغم أن المستثمرين يسعون دائماً إلى تحقيق عوائد مرتفعة على استثماراتهم، إلا أن معظمهم يميل إلى تجنب المخاطر التي غالباً ما تترافق مع تلك العوائد.

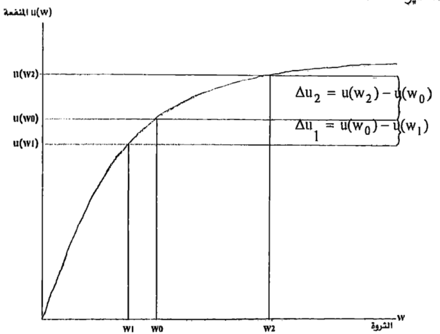
ويتم عادة تصنيف المستثمرين في ثلاثة أنواع:

آ ـ المستثمر الذي يكره المخاطرة: وهو الذي يميل إلى اختيار الأصل المنطوي على مخاطرة، إذا ما كان أمام استثمارين يحققان نفس العائد المتوقع.

ب ـ المستثمر الذي لا يهتم بالمخاطرة (المحايد) وهو الذي يكون سواء لديه اختيار أحد استثمارين يحققان نفس العائد المتوقع ومخاطرهما مختلفة.

ج ـ المستثمر الذي يحب المخاطرة: وهو الذي يختار الاستثمار في الأصل المنطوي على مخاطرة من استثمارين لهما نفس العائد المتوقع ومخاطرهما مختلفة.

ويعود سبب كره معظم المستثمرين للمخاطرة إلى تناقص المنفعة الحدية لثرواتهم، وبالتالي لأن دوال المنفعة مقعرة. كما يبدو في الشكل (٢ ــ ١) يتزايد مستوى المنفعة أو الإشباع بمعدل متناقص كلما تزايدت الثروة. بمعنى أن زيادة إضافية في الثروة تزيد المنفعة بمقادير متناقصة.



شكل رقم (٢ - ١) دالة المنفعة المقعرة والتي تظهر تناقص المنفعة الحدية للثروة

والمضمون الهام لهذا التمثيل هو أنه عند أي مستوى من الثروة، فإن انخفاضاً بسيطاً في الثروة يقود إلى انخفاض أكبر في مستوى المنفعة. فإذا انخفض مستوى الثروة بمقدار $\Delta w_1 = w_0 - w_1$ ستنخفض المنفعة بمقدار $u_1 = u(w_0) - u(w_1)$ وهكذا.

وسوف نستخدم هذه الخاصية لدالة المنفعة المقعرة لإظهار سبب اختيار المستثمر دائماً للاستثمار المنطوي على مخاطرة أقل عندما يكون أمام استثمارين يحققان نفس العائد المتوقع. نفترض أن المستثمر سيختار أحد استثمارين يحققان نفس العائد المتوقع. نفترض أن المستثمر سيختار أحد استثمارين لاستثمار كل ثروته $w_0/(1+rf)$.

فبوسعه أن يضع كل الثروة في أصل خال من المخاطرة يكسب rf بالمئة سنوياً. عندئذ سيكون مستوى ثروته w_0 ومستوى المنفعة $u(w_0)$. وبإمكانه أيضاً وضع ثروته في أصول منطوية على مخاطرة، وإذا تم توزيع الثروة للاستثمار في محفظة بصورة متماثلة. فهناك احتمال ٥٠٪ أن تكون الثروة في نهاية السنة w_1 أو w_2 وستكون الثروة المتوقعة w_0 ولكن المنفعة المتوقعة للثروة ستكون أقل من $u(w_0)$ باعتبار أن:

$$\begin{aligned} Eur &= \frac{1}{2}u(w_1) + \frac{1}{2}u(w_2) \\ &= \frac{1}{2}[u(w_0) - \Delta u_1] + \frac{1}{2}[u(w_0) + \Delta u_2] \qquad (1) \\ &= u(w_0) + \frac{1}{2}(\Delta\Delta_2 - \Delta u_1)\langle u(w_0) \\ &= Eul \end{aligned}$$

لأن $\Delta u_1 \rangle \Delta u_2$.

حيث: Eur هي المنفعة المتوقعة من الاستثمار المنطوي على مخاطرة.

EUL = المنفعة المتوقعة من الاستثمار الخالي من المخاطرة.

وستكون المنفعة المتوقعة للمستثمر من الاستثمار المنطوي على مخاطرة دائماً أقل من المنفعة العائدة من استثمار ما له نفس العائد المتوقع، ما دام يكره المخاطرة ودالة منفعته مقعرة الشكل.

أما المستثمر المحايد بالنسبة للمخاطرة تكون دالة منفعته خطية توفر منفعة حدية ثابتة، وبالتالي سيكون سواء لديه اختيار أي من الأصلين، الخالي من المخاطرة، أو المنطوي على مخاطرة، ما داما يحققان نفس العائد المتوقع. ذلك لأن: $\Delta u_1 = \Delta u_2$.

وتكون دالة المنفعة للمستثمر الذي يحب المخاطرة محدبة تظهر منفعة حدية متزايدة، وبالتالي فهو يفضل الاستثمار ذا المخاطرة لأن: $\Delta u_2 \rangle \Delta u_1$.

ولكن في عالم الواقع هذا النقاش حول المنفعة المتوقعة للثروة ومنفعة الثروة. غير وارد. فمن المستحيل مقارنة منفعة مستثمر مع منفعة مستثمر آخر مباشرة. لذلك لابد من طريقة أخرى لقياس الاختيار أو المبادلة بين العائد والمخاطرة.

ويمكن استخدام دالة المنفعة المتوقعة وفقاً لتطوير تايلور مع بعض التعديل. فبدلاً من التعامل مع دالة المنفعة المعرفة من خلال مستوى الثروة المستثمرة. في المحفظة المنطوية على مخاطرة، سوف نتعامل مع دالة المنفعة المعرفة من خلال العائد على المحفظة، أي من خلال الفرق بين قيمة الثروة الموظفة في المحفظة في نهاية الفترة، وقيمتها في بداية الفترة. ثم نأخذ تطوير تايلور للمنفعة المتوقعة من العائد على المحفظة.

$$E[u(rp)] = E[u(\bar{rp}) + \bar{u}(\bar{rp})(rp - \bar{rp}) + \frac{1}{2}u''(\bar{rp})(rp - \bar{rp})^2]$$

$$= u(\bar{rp}) + u'(\bar{rp})E(rp - \bar{rp}) + \frac{1}{2}u''(\bar{rp})E(rp - \bar{rp})^2 \qquad (٢)$$

$$= u(\bar{rp}) + \frac{1}{2}u''(\bar{rp})6p^2$$

حيث:

E = عامل التوقعات

$u = E[u(r_p)]$ = المنفعة المتوقعة حيث دالة المنفعة مقعرة.

r_p = العائدة على المحفظة المنطوية على مخاطرة.

$r_p = E(r_p)$ = العائد المتوقع على المحفظة.

$E(r_p - r_p)^2 = 6^2$ = تباين العائد على المحفظة.

$u(r_p)$ = دالة المنفعة مقومة عند $r_p = r_p$ العائد المتوقع على المحفظة.

$\bar{u}(\bar{r}_p) = du / d\bar{r}_p$ = المشتق الأول للمنفعة فيما يتعلق بـ p (أو التغير في المنفعة الناتج عن تغير صغير في العائد المتوقع على المحفظة) ويمثل المنفعة الحدية، وهو موجب لأن المنفعة الحدية موجبة.

$\bar{\bar{u}}(\bar{r}_p) = du / d\bar{r}_{p^2}$ = المشتق الثاني للمنفعة بالنسبة لـ p وهو عبارة عن معدل التغير في المنفعة الحدية (سالب لأن المنفعة الحدية متناقصة عندما تكون دالة المنفعة مقعرة ويوجد كره للمخاطرة).

وما تقوله هذه المعادلة هو أنه بالإمكان اشتقاق تقريب للمنفعة المتوقعة، والتي تعتمد على العائد المتوقع على المحفظة وتباين هذا العائد. وبطريقة أخرى:

$$\bar{u} = \bar{u}(\overline{rp}, 6p^2) \qquad (٣)$$

وهذه الصيغة مفيدة باعتبار أن قياس العائد المتوقع والتباين أسهل من قياس المنفعة المتوقعة . وذلك فإن التباين يقابل المخاطرة : كلما كان أكبر تكون المخاطرة أكبر .

ويمكن توضيح الفائدة من المعادلة (٣) بايجاد مجموعة منحنيات السواء ، والتي تعني أن المنفعة المتوقعة ثابتة على طول كل منها . ويمكن ذلك من خلال إجراء التفاضل الكلي للمعادلة (٣) ومساواة النتيجة بالصفر :

$$d\bar{u} = u'(\overline{rp})d\overline{rp} + \frac{1}{2}u'''(\overline{rp})6p^2 d\overline{rp} + \frac{1}{2}u''(\overline{rp})d6p^2 = 0 \qquad (٤)$$

وبافتراض أن $u'''(rp)$ المشتق الثالث للمنفعة بالنسبة للعائد يساوي الصفر .

وبإعادة ترتيب المعادلة نحصل على :

$$\begin{aligned} d\bar{u} &= d\overline{rp} + \frac{1}{2}\frac{u''(\overline{rp})}{u'(\overline{rp})}d6p^2 \\ &= d\overline{rp} - R_A 6p^2 = 0 \end{aligned} \qquad (٥)$$

حيث : $R_A = \frac{1}{2}\frac{u''(\overline{rp})}{u'(\overline{rp})}$ = معامل الكره المطلق للمخاطرة .

$R_T = \frac{1}{R_A}$ = معامل السماح بالمخاطرة .

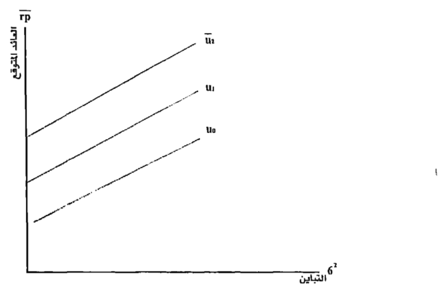
وبتكامل المعادلة (٥) نشتق مجموعة منحنيات السواء الخطية كما يلي :

$$\overline{rp} = \bar{u} + R_A 6p^2 \qquad (٦)$$

أو

$$\overline{rp} = \bar{u} + \frac{1}{R_T}6p^2 \qquad (٧)$$

فهناك منحنى سواء مختلف لكل مستوى منفعة حسب الشكل (٢ ـ ٢) الذي يظهر منحنيات السواء بين العائد والتباين . لمستويات المنفعة المتوقعة $\bar{u}_2, \bar{u}_1, \bar{u}_0$.



شكل رقم (٢.٢) منحنيات السواء في مجال العائد . التباين.

ويمكن النظر إلى المستثمرين باعتبارهم مستهلكين للمخاطر والعوائد من جهة ، والنظر إلى محافظهم المالية بصفتها منتجة للمخاطر والعوائد .

في الصفحات السابقة تمت دراسة جانب الاستهلاك ، والآن سندرس جانب إنتاج المخاطر والعوائد .

١.٢.ب.المحافظ المالية في ظل عدم التأكد: إنتاج العائد والمخاطرة:

أولاً ـ حساب العائد المتوقع :

يمكن تحديد العائد على الاستثمار في أسهم شركة معينة بالشكل المبسط التالي :

$$\text{العائد} = \frac{(\text{سعر المبيع} - \text{سعر الشراء}) + \text{حصة المستثمر من العوائد الموزعة}}{\text{سعر شراء السهم}}$$

بمعنى أن العائد هو مقدار الربح أو الخسارة مضافاً إليه العوائد الموزعة عند حيازة السهم معبراً عنه بنسبة سعر الشراء الأصلي . مثلاً : إذا تم شراء السهم بسعر ١٠٠٠ ل.س وتم بيعه بسعر ١١٤٠ ل.س . وخلال فترة حيازته حقق عوائد موزعة ٣٠ ل.س . فيكون العائد على هذا السهم :

$$\text{العائد} = \frac{(١١٤٠ - ١٠٠٠) + ٣٠}{١٠٠٠} = \frac{١٧٠}{١٠٠٠} = ١٧\%$$

أما حساب العائد المتوقع تحققه من الاستثمار يحتاج إلى تقدير سعر البيع المستقبلي، والتنبؤ بالعوائد الموزعة المتوقع الحصول عليها خلال فترة حيازة الأصل.

فعلى سبيل المثال: إذا كان السعر الجاري للسهم ١٠٠٠ ل. س والتقديرات كما يلي:

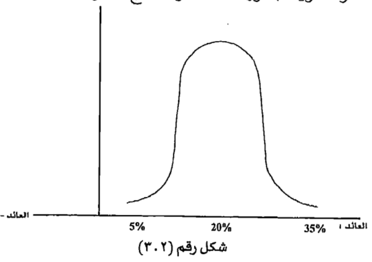
الحالة الاقتصادية السائدة	سعر البيع المتوقع (المقدر)	العائد المتوقع (المقدر)
ازدهار	١٢٨٠	٧٠
نمو ثابت	١١٧٠	٣٠
تدهور	١٠٥٠	٠

ويبدو أنه إذا كان الاقتصاد في حالة ازدهار يكون العائد ٣٥٪، وفي حالة النمو الثابت ٢٠٪، وفي حالة التدهور أو الركود ٥٪، والتي تم الحصول عليها من خلال افتراض احتمالات لكل منها كما يلي:

الظروف الاقتصادية	الاحتمال	العائد المقدر
ازدهار	٠,٣	٣٥٪
نمو ثابت	٠,٤	٢٠٪
تدهور	٠,٣	٥٪

ويتصف هذا التوزيع الاحتمالي بالتماثل في مدى العوائد المحتملة، والتي تبدو بيانياً كما في الشكل (٢ ـ ٣).

وهذه العوائد موزعة بصورة منتظمة حول الناتج الأكثر احتمالاً للتحقق.



شكل رقم (٣.٢)

وهذا التوزيع المنتظم هو التوزيع الطبيعي ، والذي يتمتع بخاصتين هما : أنه مقياس للنزعة المركزية للعوائد ، ومقياس لتشتت العوائد حول هذه النزعة المركزية . فإذا لم تكن العوائد موزعة حول النزعة المركزية بصورة نظامية ، يقال : إن التوزيع غير منتظم ، ويمكن إضافة خاصية ثالثة للتوزيع الطبيعي تتمثل في أنه مقياس للعشوائية أو عدم الانتظام .

إن مقياس النزعة المركزية للعوائد هو عبارة عن الوسط الحسابي للعائد (العائد المتوقع) ومقياس التشتت هو التباين أو الانحراف المعياري .

وبناء على ذلك فإن العائد المتوقع على المحفظة المالية هو المتوسط المرجح للعوائد على الأصول الفردية المستثمرة في هذه المحفظة ، والأوزان هي النسبة التي يمثلها كل أصل إلى إجمالي الأصول المستثمرة فيها :

$$\overline{rp} = \sum_{i=1}^{N} \theta i \overline{ri} \qquad (1)$$

حيث : $\overline{rp}$ = العائد المتوقع على المحفظة .

N = عدد الأصول المستثمرة في المحفظة .

$\overline{ri}$ = العائد المتوقع على الأصل .

θi = نسبة الأصل i من إجمالي الأصول المستثمرة في المحفظة حيث :

$$\sum_{i}^{N} \theta i = 1$$

ثانياً : قياس المخاطرة :

تقسم المخاطرة إلى نوعين ـ مخاطر منتظمة (مخاطرة السوق) ومخاطرة غير منتظمة (غير سوقية) ويطلق عليها المخاطر الخاصة .

فالمخاطرة غير المنتظمة تكون خاصة بشركة معينة أو قطاع معين ، وقد تكون هذه المخاطرة ناجمة عن عدم الكفاءة في الإدارة ، أو عن حدوث إضرابات عمالية . أو أية مخاطر قد تتعرض لها الشركة . وهذا النوع من المخاطر يمكن التخلص منه أو تقليصه من خلال تنويع الأصول في المحفظة الاستثمارية . ويتناسب هذا النوع عكسياً مع عدد الأصول في المحفظة .

أما المخاطرة المنتظمة أو السوقية فهي القائمة في السوق ككل، والتي تتمخض عن التقلبات العامة التي تحدث في السوق مثل تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف. وتقاس هذه المخاطر بعدة طرق. . الانحراف المعياري والتباين ومتوسط القيم المطلقة للانحراف في العوائد، بالإضافة إلى مقياس بيتا وهو الأكثر شيوعاً. وهذه المخاطرة المنتظمة لا يمكن التخلص منها عبر تنويع الأصول وزيادتها في المحفظة. وسوف نتناول مفهوم بيتا ومخاطرة السوق عند دراسة توازن السوق.

أما الآن يتم التركيز على مفهوم الانحراف المعياري للعوائد المحتملة. فكلما كان تشتت العوائد أكبر تكون المخاطرة أكبر، وإذا لم تكن العوائد مشتتة يعني أن العائد المتوقع أصبح مؤكداً، ويكون الانحراف المعياري صفراً وليس هناك مخاطرة.

وتعطى المخاطرة بتباين العوائد وفق المعادلة التالية:

$$
\begin{aligned}
6p^2 &= E(rp - \overline{rp})^2 \\
&= \left[\sum_{i=1}^{N} \theta i(ri - \overline{ri})\right]^2 \\
&= \sum_{I=1}^{N} \sum_{j=1}^{N} \theta i \theta j 6ij \\
&= \sum_{i=1}^{N} \sum_{j=1}^{N} \theta i \theta j 6i6jPij
\end{aligned}
\qquad (٢)
$$

حيث:

$6p^2$ = تباين العوائد على المحفظة.

$6ij = E(ri - \overline{ri})^2$ = تباين العائد على الأصل i.

$6i$ = الانحراف المعياري للعائد على الأصل i.

$6ij$ = التغاير بين العوائد على الأصلين i وj

Pij = الارتباط بين العوائد على الأصلين i وj.

مثال توضيحي :

نفترض محفظة تحتوي على أصلين ينطويان على مخاطرة (x_1 و x_2)، حيث يضع المستثمر كل ثروته في هذين الأصلين : $w = x_1 + x_2$.

ونسبة الأصل $x_1 = \theta_1 = 0.4$ ونسبة الأصل $x_2 = \theta_2 = (1 - \theta_1) = 0.6$.

فإذا كانت بيانات المحفظة كما يلي :

$$\overline{r_1} = 20\% \qquad \overline{r_2} = 16\%$$

$$6_1 = 20\% \qquad 6_2 = 50\%$$

$$P_{12} = -0.60(60\%)$$

آ ـ العائد المتوقع :

$$\overline{rp} = \theta\overline{r_1} + \theta_2\overline{r_2}$$
$$= 0.4\ (0.20) + 0.6\ (0.16)$$
$$= 0.176\ (17.6\%)$$

ب ـ المخاطرة مقدرة بالانحراف المعياري :

$$\delta^2 p = \theta_1^2\delta_1^2 + \theta_2^2\delta_2^2 + 2\theta_1\theta_2\delta_1\delta_2 p_{12}$$
$$= (0.4)^2\ (0.75)^2 + (0.6)^2\ (0.50)^2 + 2\ (0.4)(0.6)(0.75)$$
$$= (0.50)\ (-0.60) = 0.2683\ (26.83\%)$$
$$\delta p = \sqrt{0.2683}$$

ويتضح من المثال أن العائد على المحفظة يعتمد على العوائد، والمخاطر على الأصول الفردية المستثمرة فيها من جهة، وعلى نسبة كل أصل في المحفظة من جهة أخرى. فالعامل الأول (العوائد والمخاطر) لا يمكن التحكم بها. أما العامل الثاني فهو الذي يحدده من خلال اختياره لنسبة كل أصل. وكذلك يتأثر العامل الأول بدرجة تنويع الأصول داخل المحفظة، ويتأثر العامل الثاني بدرجة كره المخاطرة.

١-٢-جـ-تنويع المحفظة الاستثمارية:

التنويع هو عملية دمج الأصول في محفظة واحدة بهدف تقليل المخاطرة الكلية دون التضحية بالعائد. والحكمة التقليدية للتنويع تقول «لا تضع كل البيض في سلة واحدة» وإذا ما ترجم ذلك إلى لغة الاستثمار على المستوى الدولي، فإنه يعني ألا تستثمر كل ثروتك في أصل واحد، أو بعملة واحدة.

وتكمن أهمية نظرية المحفظة الاستثمارية في فكرة هامة مفادها أنه رغم أن العائد المتوقع على المحفظة هو المتوسط المرجح للعوائد المتوقعة على الاستثمارات الفردية، أو الأصول الفردية المكونة للمحفظة، إلا أن المخاطرة التي تنطوي عليها المحفظة أقل من المتوسط المرجح للمخاطرة التي ينطوي عليها كل استثمار فردي.

ويتم التمييز عادة بين ثلاث حالات لتنويع الأصول المالية في المحفظة، هي:

١ ـ التنويع عندما تكون العوائد مرتبطة طردياً وبصورة كاملة.

٢ ـ التنويع عندما تكون العوائد مرتبطة عكسياً وبصورة كاملة.

٣ ـ التنويع عندما تكون العوائد غير مرتبطة نهائياً.

وندرس كل حالة على حدة.

٢ ـ ١ /حـ/ أ ـ التنويع في حالة العوائد المرتبطة طردياً وتماماً[١]:

في هذه الحالة تتحرك العوائد صعوداً وهبوطاً، في نفس الاتجاه. ويكون العائد المتوقع على محفظة مكونة من أصلين:

$$\overline{rp} = \theta_1 \overline{r_1} + \theta_2 \overline{r_2} \qquad (٣)$$

وإذا استخدمنا بيانات المثال السابق يكون العائد $(\overline{rp} = 17.6\%)$ أما المخاطرة والتي تتمثل في تباين العوائد فهي كما يلي:

$$\delta^2 p = \theta_1^2 \delta_1^2 + \theta_2^2 \delta_2^2 + 2\theta_1 \theta_2 \delta_1 \delta_2$$

$$= (\theta_1 \delta_1 + \theta_2 \delta_2)^2 \qquad (٤)$$

$$\delta p = \theta_1 \delta_1 + \theta_2 \delta_2$$ الانحراف المعياري

وباستخدام بيانات المثال السابق تكون المخاطرة $(\delta = 60\%)$

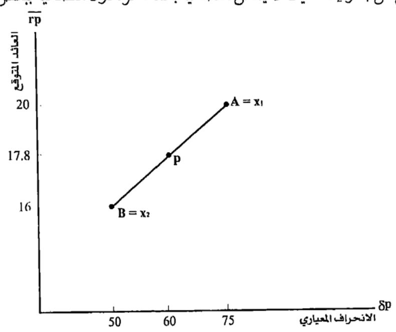
ويبدو من المعادلتين (٣) و(٤) أن الارتباط الطردي التام يعني أنه يساوي الواحد أي: $P_{12} = 1$ وبالتالي فإن العائد المتوقع والمخاطرة مرتبطان خطياً و θ_1 و θ_2 متغيران. ويظهر ذلك في الشكل البياني (٢ ـ ٤) الذي يوضح مجموعة فرص المحفظة المكونة من أصلين. وهذه المجموعة هي كل المحافظ الممكنة بتوليفات من x_1 وx_2. فعند A كل المحفظة تستثمر

---

(١) Perfectly Positivity Carrelated

بالأصل $x_1(\theta_1 = 1)$ وعند النقطة B تكون كل المحفظة مستثمرة بالأصل $x_2(\theta_2 = 0)$.
وعند P تكون النسبة كما في المثال السابق : $\theta_1 = 0.4 , \theta_2 = 0.6$.

وذلك لأن كل محفظة تعطى صورة للعائد والمخاطرة ، والذي يمثل توليفه من صورة كل من x_1 و x_2 ، حيث لا يمكن التضحية بالمخاطرة دون التضحية ببعض العائد .



شكل رقم (٤.٢) مجموعة فرص المحفظة عندما تكون العوائد مرتبطة تماماً وطردياً .

١.٢ / جـ / ب . التنويع في حالة ارتباط العوائد تماماً وبصورة عكسية[1] :

أي عندما $P_{12} = 1$ حيث تتحرك العوائد دائماً في اتجاهين متعاكسين . وباستخدام بيانات المثال المذكور سابقاً تكون العوائد $(\overline{rp} = 17.6\%)$ أما المخاطرة :

$$\delta^2 p = \theta_1^2 + \delta_1^2 + \theta_2^2\delta_2^2 - 2\theta_1\theta_2\delta_1\delta_2$$

$$= (\theta_1\delta_1 - \theta_2\delta_2)^2 \qquad (٥)$$

$$\delta p = \theta_1\delta_1 - \theta_2\delta_2$$

وبتطبيق المثال السابق :

$$\delta p = (0.4)(0.75) - (0.6)(0.5) = 0$$

---

(1) Perfectly Negativily Correlated.

ومعنى هذا أن المحفظة لا تنطوي على مخاطرة. رغم أن كلاً من الأصلين الموجودين فيها ينطوي على مخاطرة لو استثمر بمفرده. وبناء على ذلك لكي يكون الاستثمار في محفظة خال من المخاطرة، لابد أن تكون العوائد على الأصول المستثمرة فيها مرتبطة تماماً وبصورة عكسية. وكذلك يجب أن تكون نسبة كل أصل فيها كما يلي (في حال وجود أصلين فقط):

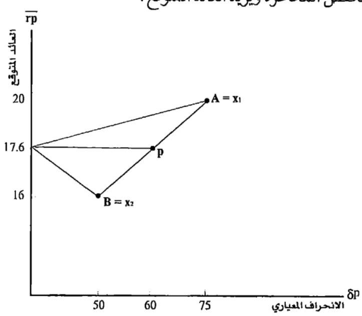
$$\theta_1\delta_1 - \theta_2\delta_2 = 0$$

$$\therefore \frac{\theta_1}{\theta_2} = \frac{\delta_1}{\delta_2}$$

وبالتالي:

$$\theta_1 = \frac{\delta_2}{\delta_1 + \delta_2}, \ \theta_2 = \frac{\delta_1}{\delta_1 + \delta_2} \qquad (٦)$$

ويمكن تقدير نسب كل أصل بالمحفظة بهذه الطريقة لتكون المخاطرة صفراً. كما يبدو في الشكل (٢ ـ ٥) (النقطة P) والتي تقع على خط مجموعة فرص المحفظة. وأية نقاط أخرى على هذا الخط يبدو بالقطعة AP وPB. والمحافظ ذات النسب $\theta_1 = 1$ و $\theta_1 = 0.4$ تقع على PA بينما المحافظ ذات النسب الأقل من 0.4 تقع على PB والتحرك من B إلى P يخفض المخاطرة ويزيد العائد المتوقع.



شكل رقم (٢ . ٥) مجموعة فرص لمحفظة عندما تكون العوائد مرتبطة عكسياً

وبالتالي فإن المحفظة P أفضل من كل المحافظ الأخرى بين P وB لأنها ذات عائد مرتفع ومخاطرة منخفضة. والمستثمر الرشيد لا يختار المحفظة الواقعة على PB عندما تكون B متوفرة.

٢-١/حـ/حـ- التنويع في حالة العوائد غير المرتبطة:

الحالة السابقة متطرفة إلى حد ما، لأنه في الواقع، من الصعب وجود عدة أصول تكون عوائدها مرتبطة تماماً وعكسياً.

في حال عدم وجود ارتباط بين الأصلين ($P_{12} = 0$) يكون العائد المتوقع (بناء على أرقام المثال) $\overline{rp} = 17.6\%$.

أما المخاطرة ممثلة بالتباين:

$$\delta^2 p = \theta_1^2 \delta_1^2 + \theta_2^2 \delta_2^2 \qquad (٧)$$

والإنحراف المعياري للعائد: $\delta p = (\theta_1^2 \delta_1^2 + \theta_2^2 \delta_2^2)^{\frac{1}{2}}$

وبتطبيق بيانات المثال يكون الإنحراف المعياري ($\delta = 0.424$) وللوصول إلى أقل انحراف معياري ممكن نفاضل δ_p بالنسبة إلى θ_1 بمساواة النتيجة للصفر، وحل المعادلة بالنسبة لـ θ_1 :

$$\theta_1 = \frac{\delta_2^2}{\delta_1^2 + \delta_2^2} \qquad \theta_2 = \frac{\delta_1^2}{\delta_1^2 + \delta_2^2} \qquad (٨)$$

وتزداد المنافع المستمدة من التنويع عندما يزداد عدد الأصول المستثمرة في المحفظة والتي لا تكون عوائدها مرتبطة.

والآن نفترض أن عدداً من الأصول (N) موجود بالمحفظة. فيكون الانحراف المعياري للعوائد كما يلي:

$$\delta_p = (\theta_1^2 \delta_1^2 + \theta_2^2 \delta_2^2 + ...\theta_N^6 \delta_N^6)^{\frac{1}{2}} \qquad (٩)$$

فإذا كانت نسبة كل أصل في المحفظة هي ذاتها $(\theta_i = \frac{1}{N})$.

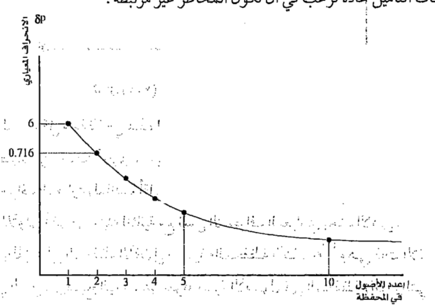
وإذا افترضنا، للتبسيط، أن لها نفس التباين ($\delta_i^2 = \delta^2$) عندئذ:

$$\delta_p = \left[\left(\frac{1}{N}\right)^2 \delta^2 + \left(\frac{1}{N}\right)^2 \delta^2 + ... + \left(\frac{1}{N}\right)^2 \delta^2 \right]^{\frac{1}{2}}$$

$$= \left[N\left(\frac{1}{N}\right)^2 \delta^2 \right]^{\frac{1}{2}}$$

$$= \left(\frac{1}{N}\right)^{\frac{1}{2}} \delta$$

وعندما يزداد عدد الأصول (N)، فإن الانحراف المعياري (المخاطرة) يتجه نحو الصفر كما يبدو في الشكل (٢ ـ ٦) وسبب ذلك تشتيت المخاطرة. فكلما تشتتت المخاطرة أكثر فأكثر تنخفض المخاطرة الكلية. وهذا يعرف بمبدأ التأمين من حيث أن شركات التأمين عادة ترغب في أن تكون المخاطر غير مرتبطة.

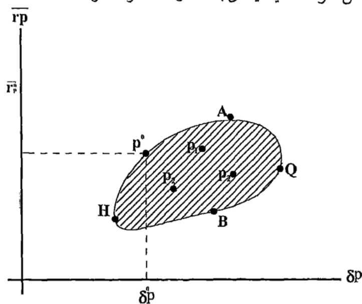


شكل رقم (٢ ـ ٦) المخاطرة وعدد الأصول في المحفظة

٢ ـ ١ ـ د ـ مجموعة المحافظ الملائمة ذات الانحراف المعياري الصغير والمحفظة الكفء:

بدلاً من التعامل مع أصلين فقط. سوف نتابع التحليل باستخدام كل الأصول الموجودة في الاقتصاد. حيث نفترض أن عددها (N). ويمكن تكوين محفظة استثمارية من أصل أو اثنين أو من كل الأصول (N). ويظهر الشكل (٢ ـ ٧) مجموعة المحافظ الممكن

تكوينها هكذا في المساحة المظللة AHBQ والتي تمثل مجموعة المحافظ الملائمة ما دام كل فرد لديه نفس التوقعات فيما يتعلق بالعائد والمخاطرة (التوقعات متجانسة).



شكل (٧.٢) مجموعة المحفظة الملائمة

وليست كل محفظة في هذه المجموعة ذات أهمية. مثلاً.. لن نهتم بالمحافظ الأقل تفضيلاً من محافظ أخرى، حيث إن المحفظة تكون مفضلة على محفظة أخرى إذا كان الانحراف المعياري لعائدها أقل، ويحققان نفس العائد المتوقع، أو إذا كان العائد المتوقع للأولى أكبر من مثيله للثانية مع نفس الانحراف المعياري بحده الأدنى.

ويطلق على المحفظة الأفضل تسمية «المحفظة الكفء»[1] وهي ذات الانحراف المعياري الأقل. ويصبح الهدف هو معرفة نسبة الأصول في المحفظة (Bi) والتي تقلل الانحراف المعياري إلى أدنى حد ممكن. وبالمعادلات يكون الهدف:

$$\text{Min}\theta_i\delta_p = \left(\sum_{i=1}^{N}\sum_{i=1}^{N}\theta_i\theta_j\delta_{ij}\right)^{t} \qquad (١٠)$$

بشرط:

(1) Efficient Porfilio

$$\sum_{i=1}^{N} \theta_i \bar{r}_i = \bar{r}p^*$$

$$\sum_{i=1}^{N} \theta_i = 1$$

حيث : $\bar{r}p^*$ هي المحفظة المفضلة .

وبتغير مستوى $\bar{r}p^*$ يمكننا إيجاد المحافظ المختلفة التي تقع ضمن مجموعة المحافظ الكفوءة . وتكمن المشكلة الرئيسية في هذه الطريقة في العدد الكبير من معاملات التغاير التي تحتاج إلى حساب . فعلى سبيل المثال . إذا كان في الاقتصاد ٥٠٠ أصل ، فتكون بحاجة إلى ١٢٥ ألف معامل تغاير مستقل لحساب δ_p .

٢ - ١ - هـ - مجموعة المحافظ المالية الكفوءة في حال وجود أصل خالٍ من المخاطرة[١] :

والآن ما الذي يحدث إذا وجد في المحفظة أصول خالية من المخاطرة إلى جانب الأصول المنطوية على مخاطرة .

مبدئياً سنعتبر أن المحفظة تحتوي على أصلين . الأول (x1) ينطوي على مخاطرة ، والثاني (xf) خال من المخاطرة . فيكون العائد المتوقع على المحفظة :

$$\bar{r}p = \theta_1 \bar{r}_1 + \theta_2 rf \qquad (١١)$$

وحيث إن تباين الأصل الخالي من المخاطرة صفر $(\delta_f^2 = 0)$ فإن الانحراف المعياري للمحفظة :

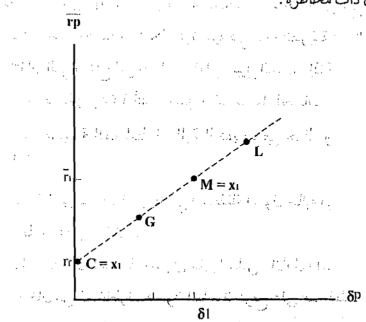
$$\delta p = \theta_1 \delta_1 \qquad (١٢)$$

وتتضمن المعادلتان (١١) و(١٢) مجموعة فرص محفظة خطية ، كما في الشكل (٢ ـ ٨) فعند النقطة (C) يوظف المستثمر كل محفظته من الأصول الخالية من المخاطرة . والعائد على المحفظة rf . والمخاطرة تساوي صفراً . وعند النقطة M يوظف كل المحفظة في الأصول المنطوية على مخاطرة . مع عائد متوقع $\bar{r}_1$ ومخاطرة متوقعة

(1) Risk - Free Security

δ_1 . وعند G (الواقعة بين C وM) يستثمر جزء من المحفظة في أصول ذات مخاطرة. $(0\langle\theta_1\langle 1)$ ويستثمر الباقي في أصول خالية من المخاطرة.

وعند L يستثمر ١٠٠٪ من المحفظة في أصول منطوية على مخاطرة. ويتحقق ذلك من خلال الاقتراض بسعر فائدة خال من المخاطرة، والاستثمار مع المحفظة الأصلية في أصول ذات مخاطرة.

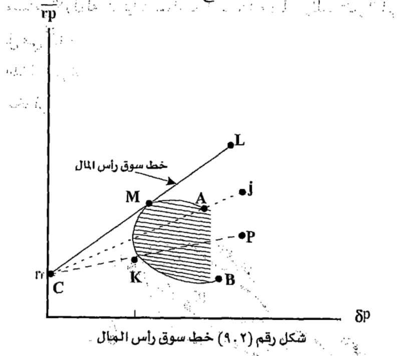


شكل (٢.٨) فرص المحافظ ذات الأصول المنطوية على المخاطرة والخالية منها

وبعد إيجاد مجموعة فرص المحفظة(*) للأصل الخالي من المخاطرة والأصل الوحيد المنطوي على مخاطرة. يمكننا إيجاد هذه المجموعة والمجموعة الكفوءة من المحافظ عندما يكون الأصل الخالي من المخاطر مندمجاً مع الأصول ذات المخاطرة في الاقتصاد. ويبدو ذلك في الشكل (٢ ـ ٩) فعندما يكون الأصل الخالي من المخاطرة مقترناً بالمحفظة ذات المخاطرة K. فإن هذا سيولد مجموعة فرص المحفظة CKP. وكذلك عندما يقترن الأصل الخالي من المخاطرة مع المحفظة ذات المخاطرة A، فهذا سيولد مجموعة فرص المحفظة CAJ. وهذه المحفظة تتفوق على CKP لأن كل محفظة على CAJ لها عائد متوقع أعلى من المحافظ على CKP مع نفس الانحراف المعياري.

(*) Portfolio Apportunity Set

وبالتالي فإن مجموعة فرص المحفظة التي لا تتفوق عليها أية مجموعة أخرى تكون ناتجة عن الدمج بين الأصل الخالي من المخاطرة والمحفظة المنطوية على مخاطرة، وهي M في الشكل (٢ ـ ٩) وهذه المحفظة M هي الواقعة على نقطة التماس بين الخط CML والمجموعة المحدبة للمحافظ ذات المخاطرة AMKB . وبالتالي فإن المحفظة الكفء هي عبارة عن الخط CML والتي تعرف باسم خط سوق رأس المال، لأن المحافظ على هذا الخط مشتقة من الاقتراض، والإقراض بسعر فائدة خال من المخاطرة في سوق رأس المال. وميل هذا الخط يظهر المعدل الذي يمكن عنده المقايضة بين العائد والمخاطرة في مواجهة بعضهما البعض من جانب الإنتاج.



شكل رقم (٢ ـ ٩) خط سوق رأس المال

٢ ـ ١ ـ ق ـ توازن السوق، وتسعير المحفظة الكفء:

درسنا العائد والمخاطرة من جانب الاستهلاك حيث يمتد ميل منحنى السواء في الأشكال المتضمنة العائد المتوقع والانحراف المعياري، المعدل الذي يرغب عنده المستثمر في إجراء المبادلة[1] بين المخاطرة والعائد. وكذلك درسنا الموضوع من جانب

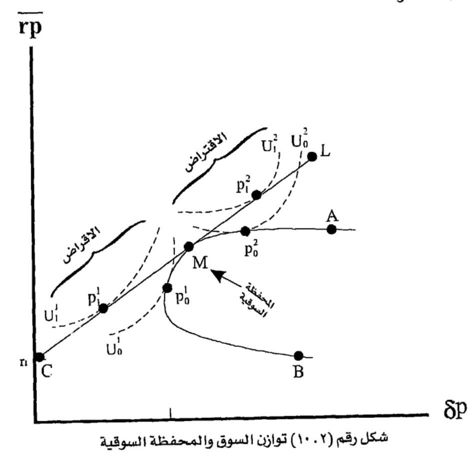
(1) Trade Off

الإنتاج ، حيث يظهر ميل المحفظة الكفء أو خط سوق رأس المال المعدل الذي يستطيع عنده المستثمر إجراء المبادلة بين العائد والمخاطرة .

وفي هذه الفقرة سوف نعمل على دمج جانبي الاستهلاك والإنتاج . لدراسة توازن السوق وأمثلية المحفظة

يظهر الشكل (٢ ـ ١٠) جانبي الإنتاج والاستهلاك للعلاقات بين العائد والمخاطرة . حيث تبدو المجموعة الكفء للمحافظ المنطوية على مخاطرة ، AMB وخط سوق رأس المال CML . كما يظهر منحنيات السواء لمستثمرين يكرهان المخاطرة .

فالمستثمر الأول له منحنيات سواء ممثلة بـ $\overline{U}_0^1$ و $\overline{U}_1^1$ ، وللمستثمر الثاني منحنيات سواء تتمثل في $\overline{U}_0^2$ و $\overline{U}_1^2$. والأول يكره المخاطرة أكثر من الثاني . لذلك فمنحنيات السواء العائدة له أكثر انحداراً . بمعنى أنه يحتاج إلى زيادة العائد ليعوضه عن زيادة قد تحدث بالمخاطرة .



شكل رقم (٢ . ١٠) توازن السوق والمحفظة السوقية

وبدون إمكانية الإقراض والاقتراض الخالي من المخاطرة، سوف يسعى المستثمر الأول إلى تعظيم منفعته باختيار المحفظة p_0^1 والتي يحددها التماس بين منحنى السواء للمستثمر الأول، والمجموعة الكفء للمحافظ. وكذلك سيصل إلى محفظته المثلى باختيار المحفظة p_0^2 . وبدون الإقراض والاقتراض بدون مخاطرة سوف يحوز المستثمرون المحافظ وبناء على درجة كرههم للمخاطرة.

والآن تصبح المجموعة الكفء من المحافظ عبارة عن خط سوق رأس المال في الشكل (٢ ـ ١٠)، وهي مفضلة على كل المحافظ باستثناء المحفظة M. والتي تحظى بأهمية خاصة في تحليل المحفظة. ويطلق عليها «المحفظة السوقية للأصول المنطوية على مخاطرة»، والمحفظة السوقية هي التي تحتوي على كل الأصول في الاقتصاد، والتي تساوي أوزانها القيمة السوقية النسبية. وهذا يعني أن الأصل في المحفظة السوقية يكون وزنه كما يلي:

$$\theta_i = \frac{MVi}{MVAE}$$

حيث: Mvi = القيمة السوقية للأصل i.

MVAE = القيمة السوقية لكل الأصول في الاقتصاد.

في حالة توازن السوق يتم اختيار كل الأصول بصورة طوعية. ويتحقق التوازن عندما تكون القيمة السوقية لكل أصل محددة على أساس التوازن بين العرض من الأصول والطلب عليها، وهذا ينطبق على الأصول الخالية من المخاطرة أو المنطوية على مخاطرة.

وفي الحالة الأولى تتحدد القيمة عند نقطة التوازن بين الإقراض والاقتراض بسعر فائدة خال من المخاطرة، وبالتالي فإن التوازن السوقي يتطلب وجود شيئين:

الأول: أن يتحدد سعر الفائدة عند تساوي المبالغ المقترضة مع المبالغ المقرضة.

الثاني: كل المستثمرين سوف يحوزون المحفظة السوقية بمعزل عن محافظهم الخاصة. باعتبار أن المحفظة السوقية هي الوحيدة التي تكون فيها الأصول المنطوية على مخاطرة في حالة توازن في آن واحد.

ويمكن حساب السعر السوقي (التوازني) للمخاطرة كما يلي:

$$MPR = \frac{\overline{rm} - rf}{\delta m} \quad (١٣)$$

وتظهر هذه المعادلة أن السعر التوازني للمخاطرة مساو لفائض العائد أو «علاوة المخاطرة» على السوق لكل وحدة من المخاطرة (وهي التي تزيد عن سعر الفائدة الخالي من المخاطرة).

ويتضح ذلك بدراسة المعادلة بالنسبة لخط سوق رأس المال:

$$\overline{rp} = rf + \left(\frac{\overline{rm} - rf}{\delta m}\right)\delta p \quad (١٤)$$

ومن هذه المعادلة إن النسبة $\partial rp/\partial \delta p$ تقيس معدل الإحلال الحدي MRT بين المخاطرة والعائد والذي يساوي السعر السوقي للمخاطرة.

فعلى سبيل المثال: إذا كان $rf = 0.09$، $\overline{rm} = 0.18$، $\delta m = 0.30$. يكون السعر التوازني للمخاطرة: MPR = 0.3 [(0.18 - 0.09) / 0.30] وتكون المعادلة بالنسبة لخط سوق رأس المال:

$$\overline{rp} = 0.09 + 0.3\delta.$$

طالما أن هناك توقعات متجانسة[1] حول العائد والمخاطرة. فإن كل مستثمر سوف يوافق أن يكون السعر التوازني للمخاطرة، ومعدل الإحلال الحدي بينها وبين العائد كما في المعادلات السابقة.

ويتم تكوين المحفظة المثلى[2] للمستثمر من توليفه من المحفظة السوقية والأصول الخالية من المخاطرة والتي تعتمد على درجة كره المخاطرة.

٢-١-ن- تسعير المحفظة الكفء وتحليل المخاطرة الكلية:

يتم تسعير المحفظة الكفء، في وضع التوازن، وفقاً للمعادلة (١٣). أما المخاطرة فيتم تحديدها بالمعادلة: $\delta p = \theta m \delta m$.

حيث: θm = النسبة التي يوظفها المستثمر الفرد من المحفظة المثلى في المحفظة السوقية. والسؤال الآن كيف يتم تسعير المحفظة غير الكفاء في الوضع التوازني؟

(1) Homogenious Expectations.

(2) Optimal Portfolio.

وحتى لو أن المستثمر الرشيد لا يحوز مثل هذه المحفظة، فلا بد من تحديد سعر توازني لها. والسؤال الثاني: كيف سيعتمد السعر التوازني للمحفظة غير الكفء على الانحراف المعياري للعائد على المحفظة؟

للإجابة عن هذه الأسئلة سوف نقوم بتقسيم المخاطرة الكلية للمحفظة إلى مكونين: المخاطرة التي يمكن التخلص منها عبر التنويع، والمخاطرة التي لا يمكن التخلص منها عبر التنويع[(١)].

يظهر الشكل رقم (٢ ـ ١١) أثر التنويع على المخاطرة الكلية. فعند زيادة عدد الأصول المستثمرة في المحفظة ينخفض الانحراف المعياري للمحفظة (مخاطرتها)، ولكن بمعدل متناقص. وبعد حوالي عشرة أصول تستثمر في المحفظة يبدأ انخفاض آخر في المخاطرة.

ويظهر هذا أن في المحفظة مستوى من المخاطرة لا يمكن التخلص منه من خلال التنويع.

وتبدو فوائد تنويع الأصول المستثمرة في المحفظة عندما يكون هذا التنويع على المستوى العالمي.

شكل رقم (٢ ـ ١١) تقسيم المخاطرة الكلية

(١) Undiversifable Risk + Diversifable Risk وسوف نشير إلى ذلك في الصفحات القادمة بـ: المخاطرة القابلة للتنويع + المخاطرة غير القابلة للتنويع.

ولكن ما العوامل المؤثرة بالمخاطرة غير القابلة للتنويع؟

عندما ينخفض الانحراف المعياري للمحفظة. يزداد الارتباط بين عائد المحفظة الخاصة بالمستثمر والمحفظة السوقية. وبمعنى آخر. كلما ازداد العائد على المحفظة المتنوعة الأصول والذي يرتبط مع السوق.

يتوقع أن يكون مستوى المخاطرة غير القابلة للتنويع مرتبطاً مع حالة الاقتصاد. على شكل دورات اقتصادية. والتقريب الجيد للدورة الاقتصادية يتمثل في العائد على المحفظة السوقية أو مؤشر السوق. وبمعنى آخر يمكن أن تترافق المخاطرة غير القابلة للتنويع مع المخاطرة المنتظمة في الاقتصاد. لذا يطلق على هذه المخاطرة تسمية المخاطرة السوقية.

إن نموذج مؤشر السوق يسلم بوجود علاقة خطية بين العائد على أصل مالي معين، والعائد على السوق بوجه عام.

ويبدو تحليل المخاطرة الكلية إلى مكونيها في معادلة الانحدار التالية:

$$r_{it} = Y_i + \beta_{it} r_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad (١٥)$$

حيث: r_{it} = العائد الكلي على الأصل I في السنة t.

r_{mt} = العائد الكلي على السوق في السنة t.

E_{it} = حد الخطأ العشوائي المستقل.

Y_i, B_i = هي الثابت ومعامل الانحدار على التوالي.

ويبدو في هذه المعادلة مكونان: الأول: نظامي $(Y_i + B_i\, r_{mt})$ حيث يمكن تفسير العائد على الأصل I بصورة منتظمة من خلال العائد على السوق. الثاني: عشوائي (E_{it}) وهو غير قابل للتفسير من خلال العائد السوقي. ويتمتع هذا الحد غير النظامي بالخصائص التالية(*):

(*) وهي خصائص عامة عن الحد العشوائي في معادلة الانحدار. وللاطلاع يمكن الرجوع إلى أي كتاب في الإحصاء أو الاقتصاد القياسي.

$$E(\varepsilon_{it}) = 0$$
$$E(\varepsilon_i^2 t) = var(\varepsilon_{it}) = n_i^2$$
$$E(\varepsilon_{it} r_{mt}) = cov(\varepsilon_{it}, r_{mt}) = 0$$
$$E(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = cov(\varepsilon_{it}, \varepsilon_{jt}) = 0$$

أي أن له وسيطاً يساوي الصفر، وتغايراً ثابتاً n_i^2 وهو غير مرتبط مع كـل مـن العـائد على السوق، أو المكون العشوائي للعائد على أي أصل آخر (تغايره صفر).

أما بالنسبة لمعاملات الانحدار B_i, Y_i يمكن حسابها كما يلي:

$$\beta_i = \frac{cov(r_{it}, r_{mt})}{var(r_{mt})} = \frac{\delta_{im}}{\delta_m^2} \qquad (١٦)$$

حيث يمثل البسط التغير بين العائد على الأصل i والعائد السوقي في السنة t. ويعبر المقام عن تباين العائد السوقي في السنة t.

أما الثابت Yi فيتم حسابه بالمعادلة:

$$Y_i = \bar{r}_i - \beta_i \bar{r}_m$$

حيث $\bar{r}_i$ وسيط r_{it} و $\bar{r}_m$ وسيط r_{mt}

مثال عن مؤشر السوق[١]:

إذا كان لدينا المعطيات التالية عن السوق والأصل i:

$$\delta_{im} = 0.053$$

$\bar{r}_i = 18\%$ $\qquad$ $\delta_i = 35\%$

$r_m = 15\%$ $\qquad$ $\delta_m = 25\%$

فإن هذا يمكننا من حساب الثابت[٢] ومعامل الانحدار[٣] كما يلي:

$$\beta_i = \frac{0.053}{(0.25)^2} = 0.85$$

---

(1) Market Index.

(2) Intercept.

(3) Regresion Coeffecient.

$$Y_i = 0.18 - 0.85\ (0.15)$$
$$= 0.0525$$

وبناء على ذلك يكون نموذج السوق أو مؤشره كما يلي :

$$r_{it} = 0.0525 + 0.85\ r_{mt} + E_{it}$$

وكون المعامل β_i موجباً يعني أن العلاقة بين العائد على الأصل i والعائد السوقي، إنما هي علاقة طردية. فإذا ارتفع العائد المتوقع على السوق بمعدل ١٪ نقطة، فإن العائد المتوقع على الأصل سيزيد بمعدل 0.85% نقطة.

ويمكننا استخدام نموذج السوق هذا لتحليل المخاطرة الكلية إلى مكونيها بالقابل وغير القابل للإزالة عبر التنويع.

فانطلاقاً من معادلة مؤشر السوق $r_{it} = Yi + B_i\ r_{mt} + E_{it}$ يمكننا أن نكتب :

$$Var\ (r_{it}) = Var\ (Y_i + \beta_{irmt} + \varepsilon_{it})$$
$$= \beta_i^2\ Var(r_{mt}) + 2\beta_i\ Cov\ (r_{mt}, \varepsilon_{it})$$
$$+ Var\ (Eit)$$
$$= \beta_i^2\ Var\ (rmt) + Var\ (\varepsilon_{it})$$
$$\delta_i^2 = \beta_i^2 \delta_m^2 + \eta_i^2$$

حيث إن التغير صفر، فإن الحد الأيسر من المعادلة يعبر عن المخاطرة غير القابلة للتنويع، وبالتالي فالمخاطرة الكلية = مخاطرة غير قابلة للتنويع + مخاطرة قابلة للتنويع.

= مخاطرة السوق + المخاطرة الخاصة.

وباستخدام بيانات المثال الرقمي السابق يمكن تحليل المخاطرة الكلية على الأصل إلى مكوناتها :

$$Var\ (V_{it}) = \delta_i^2$$
$$= (0.35)^2$$
$$= 0.1225$$ وهي المخاطرة الكلية.

المخاطرة السوقية :

$$\beta_i^2 var(r_{mt}) = \beta_i^2 \delta_m^2$$
$$= (0.85)^2\ (0.25)^2$$
$$= (0.0452)$$

وبالتالي :

$$0.1225 = 0.0452 + 0.0773$$

وهذا يعني أن ٣٧٪ من المخاطرة الكلية غير قابلة للتنويع (لا يمكن التخلص منها عبر التنويع) و٦٣٪ قابلة للتنويع وهذا مؤشر جيد. فنسبة كبيرة من المخاطرة يمكن التخلص منها من خلال تنويع الأصول المستثمرة في المحفظة. ويبدو أثر استثمار عدد كبير من الأصول في المحافظ المتنوعة من خلال أن حد الخطأ العشوائي للعوائد تلغي بعضها بعضاً. وينحصر اهتمام المستثمر في قياس المخاطرة غير القابلة للتنويع.

وللإجابة عن الأسئلة الواردة في بداية الفقرة. نصل إلى أن المقياس الملائم للمخاطرة على المحفظة الكفء هو الانحراف المعياري أو تباين العوائد. والذي يمثل المخاطرة الكلية. وذلك لأنه بالنسبة للمحفظة الكفء، المخاطرة الكلية تساوي المخاطرة غير القابلة للتنويع، ولكن هذه المخاطرة الكلية لا تصلح كمقياس للمحفظة غير الكفء أو الأصول الفردية. . وذلك لأن المحفظة غير الكفء لا تكون متنوعة الأصول. حيث إن التنويع وسيلة منخفضة التكاليف لتقليل المخاطرة الكلية. فإن مكون المخاطرة الكلية الذي لا يمكن التخلص منه عن طريق التنويع هو المقياس الملائم لتسعير المحفظة غير الكفء والأصول المستثمرة بصورة فردية.

كما أن السبب بأن بعض المخاطر أو جزءاً من المخاطرة لا يمكن التخلص منها عن طريق التنويع يعود إلى الارتباط مع السوق، والذي بدوره يرتبط مع الدورات الاقتصادية، والتي تقلب بدورها المخاطر العامة بالاقتصاد. وبالتالي فإن تسعير المحفظة غير الكفء والأصول المستثمرة فردياً يعتمد على المخاطرة غير القابلة للتنويع.

٢ . ٢ . تسعير الأصول:

٢-٢-١-نموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM[1]:

تم تطوير هذا النموذج[٢] من قبل (شارب ١٩٦٣) ثم (لنتنر ١٩٦٥) وهو صالح لكل أنواع الأصول بما في ذلك الأسهم والسندات.

(1) Capital Asset Pricing Model.

(٢) انظر كيفية اشتقاق الصيغة العامة للنموذج في الملحق رقم (١)

الصيغة العامة للنموذج :

نموذج CAPM هو نموذج توازني لتسعير الأصل قائم على مبدأ تعظيم المنفعة ، ومجموعة فرص المحفظة ، بمعنى أن السعر التوازني للأصل يتحدد بحيث يتحقق التوازن بين العرض من الأصول والطلب عليها .

ويأخذ النموذج الصيغة التالية[1] : $\bar{r}_i = rf + \left(\frac{\bar{r}_m - rf}{\delta_m}\right)\left(\frac{\delta_{im}}{\delta_m}\right)$.

ويمكن كتابتها :

$$\bar{ri} = rf + (\bar{rm} - rf)\beta_i \qquad (١٨)$$

حيث : $\delta_{im} = \sum_{j=1}^{N} \theta_j \delta_{ij}$ = تغاير العائد على الأصل مع العائد على السوق ،

$\beta_i = \delta_{im}/\delta_m^2$ بيتا الأصل i ،

٢ ـ ٢ ـ أ/أ ـ المخاطرة في CAPM :

يمكن كتابة المعادلة (١٨) كما يلي :

(١٩) العائد المتوقع على الأصل i = سعر الوقت + سعر المخاطرة × كمية المخاطرة

أما المخاطرة القابلة للإزالة بالتنويع لا يتم تقديرها عادة ، باعتبار أن بالإمكان التخلص منها .

وتقاس المخاطرة الكلية السوقية بتباين السوق وتعرف بأنها بيتا (β) الأصل وتحدد بنفس الطريق التي تحدد فيها (β) في معادلة الانحدار السابقة . و(β) المحفظة هي المجموع المرجح لـ (β) كل الأصول المستثمرة في المحفظة :

$$\beta_p = \sum_{i=1}^{N} \theta_i \beta_i$$

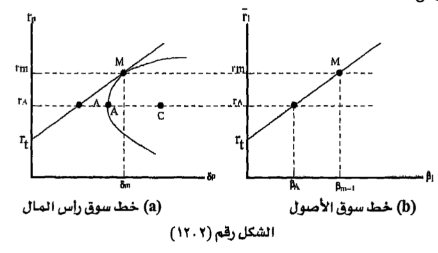
وهذه المخاطرة المنتظمة هي التي لا يتم إزالتها عبر التنويع . لذلك يتم تقديرها ، أما المخاطرة القابلة للإزالة بالتنويع لا يتم تقديرها عادة ، باعتبار أن بالإمكان التخلص منها .

---

(١) انظر الملحق رقم (١) حول كيفية اشتقاق هذه الصيغة للنموذج .

وهنا يمكننا أن نميز بين خط سوق رأس المال وخط سوق الأصول. فالأول هو المكون من العائد المتوقع والمخاطرة الكلية، أما الثاني فهو مكون من العائد المتوقع مقابل المخاطرة السوقية (β).

ويبدو كلا الخطين في الشكل البياني رقم (٢ ـ ١٢) حيث النقطة M تمثل المخاطرة السوقية وبيتا تساوي الواحد. وفي وضع التوازن يتم تسعير كل الأصول بحيث تقع على خط سوق الأصول SML، وكذلك يتم تسعير كل المحافظ الكفوءة بحيث تقع على خط سوق رأس المال CML.



(a) خط سوق رأس المال (b) خط سوق الأصول

الشكل رقم (١٢٠٢)

المحافظ غير الكفوءة لا تقع على خط سوق رأس المال، ولكنها تسعر لكي تعكس المخاطرة غير القابلة للإزالة بالتنويع. مثلاً. يمكن دراسة الأصول C, B, A في الشكل (a) والتي لها نفس العائد المتوقع ومخاطر كلية مختلفة. ولأن لها نفس العائد. فأيضاً في وضع التوازن لها نفس المخاطرة (شكل b) ويمكن رؤية العلاقة بين خطي سوق رأس المال وسوق الأصول إذا عبرنا عن الثاني بشكل مختلف. فباستخدام المعادلة:

$$\bar{r}_i = rf + \frac{\bar{r}_m - rf}{\delta_m}\delta_i P_{im}$$

وإدراك أن $\delta_{im} = P_{im}\delta_i\delta_m$ حيث: p_{im} تمثل الارتباط بين العائد على الأصل i. والسوق وهي عبارة عن خط سوق الأصول. يمكننا كتابة معادلة سوق رأس المال كما يلي:

$$\bar{r}_i = rf + (\frac{\bar{r}_m - rf}{\delta_m})\delta_p P_{pm} \qquad (٢٠)$$

وعلى طول هذا الخط . تكون كل المحافظ الكفوءة مرتبطة تماماً مع السوق ، ($P_{pm} = 1$) أما المحافظ غير الكفوءة والأصول الفردية لن تكون مرتبطة تماماً مع السوق ، يمكن فهم ذلك من خط سوق الأصول SML والذي يظهر أن المخاطرة غير قابلة للإزالة بالتنويع لها مكونان : المخاطرة الكلية للأصل δ_i وارتباطها مع السوق P_{im} . وهذا الخط هو الطريقة الصحيحة لتسعير الأصول سواء كانت هذه الأصول كفئاً أم لا . وهو يوفر علاقة وحيدة بين العائد المتوقع على أصل معين ومقدار المخاطرة غير القابلة للإزالة (مقاسة بـ β) .

والآن يمكن مقارنة نموذج تسعير الأصل الرأسمالي مع نموذج السوق مثلاً كل منهما بالمعادلات التالية (على التوالي) :

$$\bar{r}_i = rf + (\bar{r}_m - rf)\beta_i \qquad (٢١)$$

$$r_{it} = Y_i + \beta_i r_{mt} + \varepsilon_{it} \qquad (٢٢)$$

أو بأخذ التوقعات للمعادلة (٢١) يكون :

$$\bar{r}_i = Y_i + \beta_i \qquad (٢٣)$$

فإذا كان النموذج CAPM صحيحاً ، فهذا سيفرض قيوداً على معادلة الانحدار . الأخيرة (٢٣) .

وإذا أعدنا كتابة المعادلة (٢١) نحصل على :

$$\bar{r}_i = rf + (1 - \beta_i + \beta_i \bar{r}_m) \qquad (٢٤)$$

وهذا يفرض القيد : $Y_i = rf(1 - \beta_i)$.

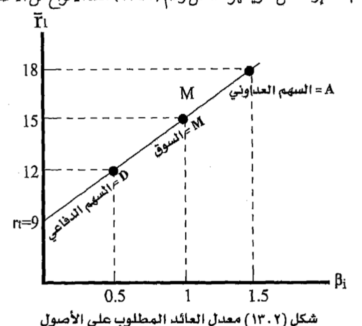
ويمكن استخدام نموذج تسعير الأصل الرأسمالي لتحديد معدل العائد المطلوب على الأصل إذا كان في وضع التوازن . ولنفرض أن سعر الفائدة الخالي من المخاطرة rf = 9% والعائد المتوقع على السوق 15% ، تصبح صيغة CAPM كما يلي :

$$r_i = 0.09 + (0.15 - 0.09)\beta_i$$
$$= 0.09 + 0.06\beta_i$$

حيث علاوة المخاطرة السوقية هي (rm - rf = 6%) . وإذا كانت لأصل معين نفس β السوق . ($\beta_i = 1$) فإن له نفس العائد المطلوب ri = 15% .

وإذا كنت β الأصل أكبر من β السوق ($\beta_i = 1.5$) ، يطلق على الأصل تسمية السهم العدواني . لأن سعره أكثر تقلباً من سعر السوق : فهو يرتفع بأكثر من مؤشر السوق في مرحلة الصعود وينخفض بأكثر من مؤشر السوق في فترة الهبوط ، ويطلق على هذا النوع وصف العداوني ، لأنه ينطوي على مخاطرة غير قابلة للإزالة بالتنويع أكبر من مخاطرة السوق ، وبالتالي فمعدل عائده المتوقع أكبر من العائد على السوق . وفي هذه الحالة يكون معدل العائد المطلوب 18% .

وإذا كانت مخاطرة الأصل أقل من مخاطرة السوق ($\beta_i = 0.5$) يعرف الأصل باسم السهم الدفاعي . حيث إن سعره أقل تقلباً من السعر السوقي ، فهو يرتفع بأقل من مؤشر السوق في فترة الهبوط ، وينخفض بأقل منه في فترة الصعود ، ويحتوي هذا النوع من الأسهم على مخاطرة غير قابلة للإزالة أقل ، ويظهر الشكل رقم (٢ ـ ١٣) هذه الأنواع من الأصول .



شكل (٢ . ١٣) معدل العائد المطلوب على الأصول

أصبح لدينا الآن مفهوم للمخاطرة قابل للقياس . وبالعودة إلى تجزئة الفائدة إلى أربعة مكونات رئيسة : سعر الفائدة الحقيقي ـ علاوة التضخم ، علاوة السيولة ، وعلاوة المخاطرة ، فإن نموذج تسعير الأصل الرأسمالي يتضمن هذه المكونات الأربعة :

$$\bar{r}_i = rf + \left(\bar{r}_m - rf\right)\beta_i \qquad (٢٥)$$

(علاوة المخاطرة، علاوة السيولة، علاوة التضخم، السعر الحقيقي) f = .

وأهم هذه المكونات هو سعر الفائدة الخالي من المخاطرة rf، بينما الحد $(\bar{r}_m - rf)\beta_i$ يمثل علاوة المخاطرة، والتي يدخل فيها المخاطرة غير القابلة للإزالة بالتنويع فقط.

وبمقارنة المعادلة (١٩) مع المعادلة (٢٥) نجد أن rf تتضمن بالإضافة إلى سعر الوقت، التضخم وعلاوة السيولة.

وفي هذا السياق يجب مناقشة مفهوم ألفا(α) والتي تقيس فائض العائد على الأصل. وهي تساوي الفرق بين معدل العائد الحقيقي ومعدل العائد المطلوب.

باستخدام CAPM (معادلة رقم ١٨):

$$\begin{aligned}\alpha_i &= r_i - \bar{r}_i \\ &= (r_i - rf) - (\bar{r}_m - rf)\beta_i\end{aligned} \qquad (٢٦)$$

فإذا كان الأصل مسعراً بصورة صحيحة تكون $\alpha_i = 0$. وإذا كان مسعراً بأقل من سعره الحقيقي(*) (أو كان مباعاً بأكثر من سعره) يكون $\alpha_i \rangle 0$ ويتوقع أن يرتفع سعر الأصل، وبالتالي من المجدي شراؤه.

وإذا كان مسعراً بأعلى من قيمته الحقيقة(*) (أو مشترى بأكثر من قيمته) تكون $\alpha_i \langle 0$ ويتوقع أن ينخفض سعر الأصل، وبالتالي من المجدي بيعه.

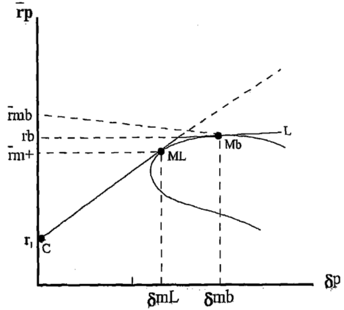
وإلفا بالنسبة لمحفظة من الأصول هي مجموع القيم المرجحة لـ α في المحفظة:

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^{N} \theta_i \alpha_i \qquad (٢٧)$$

٢ ـ ٢ /أ/ب ـ تطورات نموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM:

يمكن دراسة تطورين حدثا على CAPM. الأول يتضمن الحالة التي تكون فيها معدلات الاقتراض والإقراض مختلفة. لنفرض أن سعر الاقتراض (rb) أكثر من سعر الإقراض (rL)، ويظهر الشكل (٢ ـ ١٤) أثر ذلك على خط سوق رأس المال.

(*) under priced.
(*) over priced.



شكل رقم (٢ . ١٤) أثر الاختلاف في معدلات الإقراض والاقتراض على CML

يبدو خط سوق رأس المال في الشكل CMLMbL حيث فيه قطعة خطية (CM1) وهي تعكس سعر الإقراض بسعر فائدة خالٍ من المخاطرة (rL).

وهناك قطعة خطية MbL تعكس سعر الإقراض الخالي من المخاطرة لـ (rb).

ولكن أية محفظة منطويه على مخاطرة تقع بين M2 وMb.

هناك نموذجان لتسعير الأصل، وخطان لسوق الأصول، كما يتضح من المعادلتين:

$$\bar{r}_i = r_L + (\bar{r}_{mL} - r_L)\beta_{imL} \quad \text{for} \quad \bar{r}_i \langle \bar{r}_{mL} \qquad (٢٨)$$

$$\bar{r}_i = r_b + (\bar{r}_{mb} - r_b)\beta_{imb} \quad \text{for} \quad \bar{r}_i \rangle \bar{r}_{mb} \qquad (٢٩)$$

حيث إن β_{imL} و β_{imb} هي معاملات بيتا المحددة فيما يتعلق بالمحفظتين ML وMb على التوالي.

أما التطور الآخر لنموذج التسعير CAPM. يتضمن الحالة التي لا يوجد فيها أية مخاطرة على الأصل إطلاقاً. ومن الممكن بالنسبة لخط سوق الأصول أن توجد إذا وجد أصل له بيتا تساوي صفر. وهذا الأصل ليس له مخاطرة سوقية (مثل الأصل الخالي من

المخاطرة) رغم أنـه مـن الممكـن وجـود مخـاطرة معينـة ، وبالتـالي فهـوي يحـوي $\beta = 0$ ومعدل عائد متوقع $\bar{r}0$ وبالتالي تكون المعادلة :

$$\bar{r}_i = \bar{r}_0 + (\bar{r}_m - \bar{r}_0)\beta_i \qquad (٣٠)$$

٢.٢.٢.نموذج تسعير المراجحة[1] (التسعير التوازني):

أول من قدمه روس عام ١٩٦٧ كنموذج بديل لنمـوذج تسـعير الأصـل الرأسـمالي ، والذي تبدو فيه العلاقة الخطية بين معـدل العـائد المتوقـع والمخـاطرة (β_i) معتمـدة علـى كفاءة الانحراف المعياري المتوسط للمحفظة السوقية .

وبينمـا تـم اشـتقاق نمـوذج تسـعير الأصـل الرأسـمالي مـن مبـادئ نظريـة المنفعـة المتوقعـة ، فقـد رأى روس أن افـتراض المنفعـة المتوقعـة لا يـأخذ بالاعتبـار التغـيرات المشتركة للعوائد المتوقعة . وركـز النمـوذج CAPM علـى التفريـق بيـن المخـاطرة القابلـة للإزالة وغير القابلة للإزالة عبر التنويع . والناتج عـن العمليـة الخطيـة مثـل نمـوذج السـوق (معادلة رقم ١٥) ، والذي يعود التغير المشترك للعوائد فيه إلى عـامل وحيـد ، وأن العوائـد الفعلية تختلف عن هذا العامل المشترك[2] بالحد العشوائي الإضافي .

وبدأ روس بافتراض أن الأفراد يعتقـدون أن العوائـد علـى الأصـول تتحـدد بعوامـل عددها K :

$$r_i = \bar{r}_i + \sum_{j=1}^{K} \delta_j \beta_{ij} + \varepsilon_i \qquad (٣١)$$

حيث r_i : هي العائد الفعلي على الأصل i . $\bar{r}_i$ العائد المتوقـع علـى الأصـل i . δ_i متوسط الصفر للعامل المشترك j لكل العوائد على الأصول . والمعامل β_{ij} يقيس استجابة العائد على الأصل i إلى العامل المشترك j . والعوامل المشتركة δ_i هي المكونات النظامية للمخاطرة . ε_i هي المكون غير النظامي للمخاطرة على الأصل i لوحده .

---

(1) Arbitrage pricing Model.

(2) Common Factor.

واستخدم روس شروط المراجحة لوضع قيود على العوائد الفردية التي يولدها النموذج. حيث قام بدراسة الفرد الذي يعمل على دراسة كل المحافظ المتراجحة الممكنة. والتي هي مجموعة من المحافظ الجديدة من الأصول. وهذا يعني أن أية مشتريات إضافية من الأصول يجب تحويلها من بيع أصول أخرى. وكذلك بالنسبة للمحافظ المتراجحة:

$$\sum_{i=1}^{N} \Delta x_i = 0 \qquad (٣٢)$$

حيث Δx_i هي التغير في حيازه الأصل i (من ضمن محفظة من N أصل).

ويعطي التغير في العائد على المحفظة من تحويل المحفظة الجارية:

$$\begin{aligned} \Delta r_p &= \sum_{i=1}^{N} r_i \Delta x_i \\ &= \sum_{i=1}^{N} \bar{r}_i \Delta x_i + \sum_{i=1}^{N} \sum_{j=1}^{N} \delta_j \beta_{ij} \Delta x_i + \sum_{i=1}^{N} \varepsilon_i \Delta x_i \end{aligned} \qquad (٣٣)$$

وإذا تم تنويع المحفظة فإن كل Δx_i سيكون من $\frac{1}{N}$ بالنسبة لمحفظة تتكون من N أصل، وبالتالي يمكن تنويع المخاطرة غير النظامية، وكذلك الحد الأخير من المعادلة. يتم تجاهله وبالإضافة إلى ذلك إذا كان بإمكان الشخص أن يختار Δx_i لا يكون للمحفظة مخاطرة منتظمة أيضاً وبالتالي:

$$\sum_{i=1}^{N} \beta_{ij} \Delta x_i = 0$$

ولكل j والعائد الصافي من تحويل المحفظة الحالية هو:

$$\Delta r_p = \sum_{i=1}^{N} \bar{r}_i \Delta x_i$$

ولكن في حالة التوازن، وإذا لم يكن للمحفظة تكاليف، وليس فيها مخاطرة سواء أكانت منتظمة أم غير منتظمة، لابد أن تولد عائداً يساوي الصفر:

$$\Delta r_p = \sum_{i=1}^{N} \bar{r}_i \Delta x_i = 0 \qquad (٣٤)$$

وخلافاً لذلك لابد أن تتحقق الثروة الكبيرة الصافية بدون تكـاليف أو مخـاطر. فـي الوقت القصير لا يوجد محفظة في حالة توازن.

وبوجه عام يمكن التعبير عـن نظريـة تسـعير المراجحـة بإعـادة كتابـة نمـوذج تسـعير الأصل الرأسمالي بالشكل التالي:

$$\bar{r}_i = rf + \lambda_i \beta_i \qquad (٣٥)$$

حيث λ_i = متوسط علاوة المخاطرة على الأصل. ويمكن إعـادة صياغـة المعادلـة السابقة:

$$\bar{r}_i = rf + \lambda_i \beta_i + \lambda_{ii} \beta_{ii} + \lambda_{iii} \beta_{iii} + \ldots\ldots \qquad (٣٦)$$

حيث β_i تعبر عن درجة حساسية الأصول لعامل مخاطرة معيـن، و λ سـعر السـوق لكل عامل مخاطرة.

وبذلـك نـرى أن نقـاط الاختـلاف بيـن نمـوذج تسـعير الأصـل، ونمـوذج تسـعير المراجحة قليلة. فبينما الأول يحوي عامل مخاطرة واحداً ممثلاً بـ β. فـإن التـالي متعـدد العوامل، حيث هناك عناصر تؤثر في العوائد على الأصل غـير العـائد السـوقي مثـل حجـم الشركة ونسبة السعر/ العائد والعوائد الموزعة. وبالتالي فإن نموذج تسعير المراجحة ليس إلا صورة موسعة عن CAPM.

الفصل الثالث
إدارة محفظة الأصول المالية

في هذا الفصل ندرس الوظائف المنوطة بمدير المحفظة الاستثمارية والطرق والإستراتيجيات التي يستخدمها في تقييم تفضيلات المستثمر.

١.٣ . وظائف مدير المحفظة:

مدير المحفظة الاستثمارية أو المالية هو شخص أو شركة يقوم بإدارة محفظة مالية لصالح عميل (المستثمر)، وقد يكون موظفاً لدى المستثمر أو في مؤسسة أخرى.

والمهام الأساسية لمدير المحفظة:

- يقوم بتكوين المحفظة من الأصول المختلفة وتحليلها باستخدام دالة منفعة المستثمر، حيث يقوم بتحليل العائد أو المخاطرة على المحفظة.
- يقوم بتعديل المحفظة، إذ يختار الأصول التي سيشتريها أو سيبيعها وفقاً لتغيرات الظروف.
- قياس أداء المحفظة.

وفي هذا الفصل ندرس المهمتين الأولى والثانية، أما الثالثة فندرسها في فصل مستقل، على اعتبار أنه غالباً ما يقوم بهذه المهمة الثالثة مؤسسة مستقلة عن مدير المحفظة.

وهناك عدة أنواع أو أنماط من الإدارة التي يمكن لمدير المحفظة أن يتبعها، فالمستثمر الذي يحوز محفظة صغيرة قد يفضل إدارتها من قبل شركة تأمين. أما النوع الأكثر انتشاراً للإدارة هي الإدارة المتوازنة[1]، والتي يكون فيها المدير مسؤولاً عن تحديد كل الفئات من الأصول المستثمرة، حيث يكون أمام اتخاذ قراري تخصيص الأصل واختيار الأصل.

---

(1) Balanced Management.

ويتبع في إدارة المحفظة نوعان رئيسيان من الإستراتيجيات . . الإدارة الفعالة[1] والإدارة السلبية أو غير الفعالة[2] .

تتضمن الإدارة السلبية للمحفظة إستراتيجية شراء الأصل وحيازته[3] . حيث يتم شراء محفظة من الأصول وحيازتها لمدة طويلة يتم تعديلها مع الزمن . وهي تتوافق مع شرطين يجب تحققهما في سوق الأصول وهما الكفاءة وتجانس التوقعات .

فإذا كانت أسواق الأصول تحقق شروط الكفاءة ، سوف تكون الأصول مسعرة بصورة صحيحة في كل الأوقات . وبالتالي لا يوجد دافع للتعامل بهذه الأصول بطريقة فعالة . وبالمقابل إذا كان المستثمرون يحصلون على توقعات متجانسة عن المخاطر والعوائد على الأصول ، حيث يوجد تصور عام وإجماع في الرأي عن المحفظة السوقية ، وعن خطي سوق رأس المال CML والأصول SML . أيضاً لا يوجد هناك دافع للتعامل بطريقة فعالة .

وسيكون المستثمر النموذجي مقتنعاً بحيازة بعض التوليفات من الأصول خالية المخاطرة والمحفظة السوقية[4] . وهو المستثمر الفعال ، والذي لا يسعى إلى ضرب السوق إذا كانت تسمح له محفظته بمواجهه التزاماته .

وتتضمن الإدارة الفعالة للمحفظة إجراء تعديلات جوهرية عليها . ولا يعتقد مدير مثل هذه المحفظة بأن السوق يحقق شرط الكفاءة ، بل يرى أن الأصول المالية قد يساء تسعيرها ، مما يؤدي إلى عوائد فائضة (حتى بعد التعديل ضد المخاطرة وتكاليف المعاملات) وكذلك يعتقد بوجود عدم تجانس في التوقعات حول العوائد والمخاطر . ويظن أن لديه تقديرات أفضل من بقية السوق حول المخاطر والعوائد الحقيقية للأصول . وفي الواقع يمكن أن يفشل قرار تكوين المحفظة بفعل مجموعة من

---

(1) active.

(2) Passive.

(3) Buy and Hold Stratigy..

(٤) المحفظة السوقية هي المتوسط المرجح لقيمة كل الأصول المالية في الاقتصاد .

المتلاعبين. كما أن هناك أكثر من أصل خال من المخاطرة. فمن الممكن حيازة محفظة مكونة من أدوات السوق النقدية وتعرف إدارتها، بهذه الحالة، بإدارة محفظة النقود.

وقبل دراسة إدارة محفظة الأسهم والسندات والنقود، يتعين البحث في كيفية قيام مدير المحفظة بتحديد دالة المنفعة للعميل.

٣.٢. دالة المنفعة للمستثمر[1]:

يجب أن يكون لدى مدير المحفظة تصور عن دالة المنفعة لعدة أسباب:

١ ـ أنها شرط أساسي لتكوين المحفظة بصورتها الأولية.

٢ ـ لأنها سوف تؤثر في التعديلات التي يمكن إجراؤها على المحفظة.

٣ ـ لأنها تؤثر في هيكل المحفظة، وفي أدائها أيضاً.

وليتمكن مدير المحفظة من تحديد دالة منفعة المستثمر، لابد أن يكون على علم بالخصائص الهامة لهذا المستثمر. مثل حالته الضريبية.. تفضيلاته[2].. التزاماته[3].

بالإضافة إلى القيود (مثل القيود على التبغ أو على حيازة أصول شركة معينة قد تكون منافسة لنشاط المستثمر (صاحب المحفظة).

وندرس الآن دوال المنفعة لنوعين من العملاء... العميل المهتم بتعظيم المنفعة المتوقعة للعائد على المحفظة. والعميل أو المستثمر الذي يهتم بتقليل التداخل بين الأصول والخصوم.

بالنسبة للنوع الأول من المستثمرين، أهم ما ينبغي تحديده درجة كره المخاطرة أو مدى السماح بالمخاطرة[4]. فكلما كانت درجة كره المخاطرة منخفضة، ترتفع درجة المخاطرة التي تواجه المحفظة (ويرتفع معدل العائد المتوقع)، والطريقة المعيارية للتدليل على درجة كره المخاطرة لدى المستثمر هي الطلب إلى المستثمر أن يختار التوليفة المفضلة

---

(1) Client Utility Function.

(2) Preferences.

(3) Lai bilities.

(4) Risk Tolerance.

من فئات الأصول المالية (أسهم وسندات) وبناء على المعلومات التي يحصل عليها المستثمر ومدير محفظته يمكن حساب العائد المتوقع على المحفظة كما يلي :

$$\bar{r}_p = \bar{u} + \frac{1}{RT}\delta_p^2 \qquad (١)$$

حيث $\bar{r}_p$: معدل العائد المتوقع على المحفظة . δ_p^2 = تباين العائد على المحفظة .

$\bar{u}$ = مستوى المنفعة المتوقعة (ثابت) . RT = درجة المخاطرة المسموح بها .

بافتراض أن RT ثابت ، تكون منحنيات السواء للمستثمر خطية . ويمكن حساب مستوى المنفعة بإعادة كتابة المعادلة السابقة على الشكل :

$$\bar{u} = \bar{r}_p - \frac{1}{RT}\delta_p^2 \qquad (٢)$$

ويمكن ترجمة المعادلة إلى :

المنفعة المتوقعة = العائد المتوقع - غرامات المخاطرة[1] .

وتعتمد غرامة المخاطرة على مخاطرة المحفظة ودرجة المخاطرة المسموح بها .

فإذا كان لدينا : $\bar{r}_p = 0.17$ ، $\delta_p = 0.30$ ، RT = 3 ، تكون المنفعة المتوقعة :

$$\bar{u} = 0.17 - \frac{1}{3}(0.30)^2 = 14\%$$

ويهدف مدير المحفظة إلى تعظيم دالة المنفعة (معادلة ٢) أي :

$$Max = \bar{u} = \bar{r}_p - \frac{1}{RT}\delta_p^2 \qquad (٣)$$

وهذه المعادلة تخضع للشروط التالية :

$$\bar{r}_p = \theta_s \bar{r}_s + \theta_b \bar{r}_b$$

$$\delta_p^2 = \theta_s^2\delta_s^2 + 2\theta_s\theta_b\delta_{sb} + \theta_b^2\delta_b^2$$

$$\theta_s + \theta_b = 1$$

حيث : $\bar{r}_b , \bar{r}_s$ = العوائد المتوقعة على السندات والأسهم على التوالي .

δ_b^2 , δ_s^2 = تباين العوائد على السندات والأسهم على التوالي .

δ_{sb} = التباين بين العوائد على الأسهم والسندات .

(1) Risk Penalties.

θ_s , θ_b = نسب الأسهم والسندات المستثمرة في المحفظة.

وإذا بدلنا المعادلتين (١)، (٢) بمعادلة المنفعة المتوقعة (١) تكون المشكلة هي تعظيم المنفعة غير المقيد (بدون شروط).

$$Max\bar{u} = \theta_s \bar{r}_s + (1-\theta_s)\bar{r}_b - \frac{1}{R_T}\left[\theta_s^2\delta_s^2 + 2\theta_s(1-\theta_s)\delta_{sb} + (1-\theta_s)^2\delta_b^2\right] \quad (٤)$$

وباشتقاق الجانب الأيمن من المعادلة بالنسبة لـ θ_s ومساواة النتيجة بالصفر وحلها بالنسبة لـ θ_s نحصل على:

$$\theta_s^* = \frac{\delta_b^2 - \delta_{sb}}{\delta_s^2 + 2\delta_{sb} - \delta_b^2} + \frac{\bar{r}_s - \bar{r}_b}{2(\delta_s^2 - 2\delta_{sb} + \delta_b^2}R_T \quad (٥)$$

وهي النسبة المثلى من الأسهم التي يتم استثمارها في المحفظة، حيث ترتبط هذه النسبة خطياً مع درجة المخاطرة المسموح بها R_T.

أما النوع الآخر من المستثمرين هو الذي يهتم بتدنية عدم التوافق بين الأصول والخصوم[1]. أي يهتم هذا المستثمر بألا تكون قيمة الأصول في المحفظة أقل من قيمة الخصوم، وبذلك يعمل مدير المحفظة على تقليل احتمال أن يكون العائد على الأصول أقل من المدفوع على الخصوم:

$$MinP_r(r_p \langle r_l)$$

حيث: r_p : معدل العائد على المحفظة r_l معدل المدفوع على الخصوم.

وبعد أن يقوم مدير المحفظة بتحديد دالة المنفعة للمستثمر، يسعى إلى تعظيمها، وبالتالي يصبح بالإمكان إدارة محفظة السندات ومحفظة الأسهم بصورة منفصلة.

٣.٣. الإدارة غير الفعالة للمحفظة:

٣-٣-أ. الإدارة السلبية (غير الفعالة) للمحفظة للمستثمر المهتم بتعظيم المنفعة:

نفترض هنا أن المستثمر يهتم فقط بالعائد، والمخاطرة ومستوى المخاطرة المسموح بها. بمعنى أنه لا تأثير للضرائب، كما أن السيولة لا تعتبر مشكلة، والأفق الزمني غير محدود، كما يفترض وجود تصور عام عن العوائد والمخاطر المصاحبة

(1) Mismatching Assets and Laibiltes.

للاستثمار، وأن بإمكان المستثمر أن يقترض ويقرض عند نفس سعر الفائدة الخالي من المخاطرة.

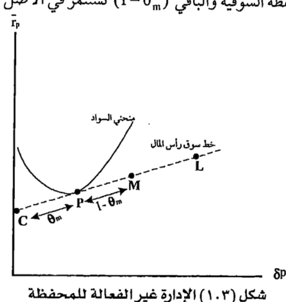
وكما أسلفنا هناك نوعان للإستراتيجية غير الفعالة، الشراء والحيازة من جهة وتوافق المؤشر من جهة ثانية(1).

بالنسبة للإستراتيجية الأولى: يتم شراء الأوراق المالية وحيازتها بدون حدود، وفي حالة الأوراق المالية ذات أجل الاستحقاق الثابت (السندات وأدوات سوق المال)، يتم استبدالها بأصول أخرى مشابهة بعد انتهاء أجلها.

وتبدو فوائد إستراتيجية الشراء والحيازة من خلال تدفقات النقل (العوائد الموزعة، مدفوعات الكوبون) حيث يتم تجاهل توقعات الربح والخسارة في الأجل القصير (حالة السندات، لأنه لا يمكن تحصيل السند قبل موعد استحقاقه).

أما توافق المؤشر فيتضمن تكوين رقم قياسي لقياس أداء مؤشر السوق، حيث تتحدد المحفظة المثلى كتوليفة من الأصول الخالية من المخاطرة والمحفظة السوقية.

ويبدو ذلك في الشكل البياني (٣ ـ ١) حيث تمثل M التصور العام عن المحفظة السوقية، وC عبار عن الأصل الخالي من المخاطرة و r_p المحفظة المثلى للمستثمر حيث: يستثمر θ_m في المحفظة السوقية والباقي $(1-\theta_m)$ تستثمر في الأصل خالي المخاطرة.



شكل (١.٣) الإدارة غير الفعالة للمحفظة

(1) Indexing, or Index matching.

وطرحت بدائل عديدة لهذه الإستراتيجية أهمها :

ـ المعاينة المتراصفة أو التراتبية Stratified Sampling .

ـ توافق العامل Factor Matching .

١ ـ المعاينة التراتبية : وتتضمن إنشاء مؤشر على أساس عينة من الأصول ، وتقوم فكرتها على تقسيم المجموعة الكلية من الأصول إلى طبقات متراصفة ، أو قطاعات . مثلاً . . بالنسبة للأسهم تقوم المعاينة على أساس الصناعة ، وبالنسبة للسندات تقوم على أساس أجل الاستحقاق .

ويتم اختيار نسبة من العينة تكون الأكثر ارتباطاً مع مؤشر السوق لتدخل ضمن المؤشر .

٢ ـ توافق العامل (أو المخاطرة) : وهو أكثر شمولاً من الطريقة السابقة ، لأن المعاينة المتراصفة تتضمن اختيار الأصول على أساس عامل وحيد (الصناعة أو أجل الاستحقاق) أما هذه الطريقة تتضمن إنشاء مؤشر باستخدام الأصول المختارة على أساس عدة عوامل (مؤشرات المخاطرة) مثل المخاطرة وانهيار القطاع أو الطبقة ، نموذج العوائد الموزعة ، حجم المنشأة ، الهيكل المالي (الدّين ونسبة السيولة) ويكون المؤشر المختار عبارة عن محفظة مكونة من مجموعة كبيرة من الأصول التي توافق السوق فيما يتعلق بالعوامل المذكورة ، والتي يكون ارتباطها بالسوق مرتفعاً .

٣ـ٢ـب: الإدارة غير الفعالة لمحفظة مستثمر يهتم بالأمان أولاً:

اهتمام المستثمر بالأمان يعني أن يضمن ألا يكون العائد على الأصول أقل من المدفوع على الخصوم ، وألا تكون القيمة الحالية للأصول أقل من القيمة الحالية للخصوم .

ويتجلى ذلك في صناديق التقاعد ، والتي للسندات دور هام فيها ، وهناك شكلان أساسيان للإستراتيجيات المناسبة لمحفظة السندات لمستثمر يهمه الأمان في المقام الأول . . إستراتجية التحصين[١] . . إستراتيجية التوافق النقدي[٢] .

(1) Immunization.

(2) Fund Matchin.

وتتضمن إستراتيجية التحصين : تكوين محفظة من السندات ذات العوائد الدورية المضمونة خلال أجل معين . بصرف النظر عن تغيرات أسعار الفائدة ، وهذه المحفظة ذات قيمة حالية تساوي (أو ليست أقل من) القيمة الحالية للخصوم أو الالتزامات .

ومن المعروف أنه كلما ارتفع سعر الفائدة على السند انخفضت قيمته الحالية وكذلك يؤدي انخفاض أسعار الفائدة إلى ارتفاع القيمة الحالية للأصول والخصوم .

مثال عن التحصين : سند يستحق بعد خمس سنوات وقيمته الحالية ١١٤,٢٨ جنيه إسترليني . ومدفوعات الكوبون ١٣,٧٧ جنيه ، والعائد حتى تاريخ استحقاق السند ١٠٪ . وبناء على ذلك يتم حساب فترة بقاء السند كما يلي :

$$D = \frac{d}{p}\left[\frac{(1+r_m)^{T+1} - (1-r_m) - r_m T}{(r_m)^2 (1+r_m)T}\right] + \left[\frac{\beta}{P}\frac{T}{(1+r_m)T}\right]$$

$$= \frac{13.77}{114.28}\left[\frac{(1.1)^6 - (1.1) - 0.1(5)}{(0.1)^2 (1.1)^5}\right] + \frac{100}{114.28}\frac{5}{(1.1)^5} \qquad (٦)$$

$$= 4\text{Years.}$$

حيث P = السعر الحالي للسند B قيمة السند عند موعد استحقاقه .

T = عدد السنوات للاستحقاق . r_m = العائد على السند حتى موعد الاستحقاق .

فإذا تمت حيازة السند لكل فترة استحقاقه أو مدة بقائه (٤ سنوات) ، ثم تم بيعه فإن قيمته في السنوات الأربع ستكون نفسها مهما حدث لأسعار الفائدة (أي أسعار فائدة إعادة الاستثمار) ويمكن توضيح ذلك من الجدول التالي :

قيمة السند في ٤ سنوات عندما تتغير أسعار الفائدة لإعادة الاستثمار

السنة	التدفق النقدي	9%	معدل فائدة إعادة الاستثمار 10%	11%
1	13.17	$13.11(1.09)^2$	$13.77 (1.1)^3$	13.71
2	13.71	$13.17(1.09)^2$	$13.71(1.1)^2$	13.11
3	13.77	13.77 (1.09)	13.71(1.1)	13.11
4	13.77	13.71	13.11	13.11
5	113.77	$113.11(1.09)^{-1}$	$113.11(1.1)^{-1}$	113.11
قيمة السنة الرابعة		167.30	167.30	1667.30

والـذي يحـدث لسعر إعـادة الاستثمار هـو أن قيمـة السـند فـي السـنة الرابعـة دائمـاً يساوي E167.30 ، ذلك أنه عندما يتغير سعر الفائدة ، فإن التغير في مكون الدخل من قيمـة السند دائماً يتم تعويضها من خلال التغير في المكون الرأسمالي لقيمة السـند ، حيـث يقيـم السند عند تاريخ استحقاقه (٤ سنوات) ويعطـى مكـون الدخـل بمجمـوع العنـاصر الأربعـة الأولى المكونة للجدول .

$13.17\ [(1+r)^3 + (1+r)^2 + (1+r) + 1]$ = مكون الدخل .

أما المكون الرأسمالي يعطى بالعنصر الأخير من الجدول :

$(113.11)\ (1+r)^{-1}$ = مكون رأس المال .

فإذا انخفض سعر الفائدة مـن 10 إلـى 9% ينخفـض مكـون الدخـل بمعـدل E0.95 ، وكذلـك إذا ارتفـع سـعر الفـائدة مـن 10 إلـى 11% يرتفـع مكـون الدخــل بمعــدل 0.93% وينخفض رأس المال بمعدل 0.93% .

وإذا تمت حيازة السند لفترة زمنية أخـرى غـير زمـن بقائـه الأصلـي ، فـإن قيمتـه لـن تكون مستقلة عن سعر الفائدة ، مثلاً إذا بقي السند حتى موعـد 184.10% عنـد سـعر فـائدة 10% و185.80% عند سعر فائدة 11% .

ومن حقيقة أن قيمة السنة الرابعـة للسـند ثابتـة ، بصـرف النظـر عـن أسـعار الفـائدة ، حيث يكون العائد على حيازته أيضاً ثابتاً بصـرف النظر عـن أسـعار الفـائدة إذا كـانت فـترة الحيازة مساوية لفترة بقائه[1] (٤ سـنوات) ، فالتكلفـة الأوليـة للسـند هـي E114.28 وقيمتـه لفترة بقائه هي E167.30 ، يكون معدل العائد خلال الأربع سنوات :

$$RR = (167.30/114.28)^{1/4}$$

$$= 0.10\ (10\%)$$

وهي تساوي العائد على السند عند موعد استحقاقه .

(1) Duration.

والآن إذا كان على المستثمر التزامات (خصوم) بمقدار ١٠٠ ألف إسترليني على مدى السنوات الأربعة، فقد ينصح مدير المحفظة هذا المستثمر بأن يستثمر في المحفظة ٥٩٨ من السندات المذكورة أعلاه (E100000/167.30).

وينطبق نفس التحليل على محفظة من السندات، حيث مدة بقاء المحفظة Dp هي المجموع المرجح القيمة لفترات بقاء السندات الفردية في المحفظة[١]:

$$D_p = \sum_{i=1}^{N} \theta_i D_i \quad (٧)$$

حيث Dp = مدة بقاء محفظة السندات (N سند)

Di = مدة بقاء السند i .

θ_i = نسبة السند i المستثمرة في المحفظة.

من الممكن تكوين محفظة لفترة بقاء محددة من سندات ذات آجال استحقاق مختلفة.

ومثلاً: يمكن أن يوضع في المحفظة بسندات ذات فترات بقاء قريبة لفترات الخصوم، وتدعى المحفظة في هذه الحالة المحفظة المؤكدة أو المركزة[٢]. ويمكن تكوينها من سندات ذات فترات بقاء بعيدة عن فترات الخصوم ويطلق عليها المحفظة المثقلة[٣] (أو المتركزة على الطرفين).

لندرس على سبيل المثال خصوم لفترة بقاء ١٠ سنوات، ومجموعة من السندات ذات فترات بقاء 4 ,9 ,11 ,15 سنة، فالمحفظة المؤكدة تحتوي على السندات ذات الفترات 9 ,11 سنة مع أوزان 50% لكل منهما، ولفترة بقاء:

0.50 (9) + 0.50(11) = 10 Years

(1) Individual Bonds.

(2) Focuced Portholio.

(3) Barbed Portholio.

إن ميزة الإستراتيجية المثقّلة أنها ذات مجال أوسع لمحافظ ذات فترات بقاء مختلفة بالمقارنة مع الإستراتيجية المركزة. أما نقطة الضعف فيها هي أن مخاطرة التحصين فيها أكبر من النوع الآخر.

وتنشأه مخاطرة التحصين عندما لا يكون هناك انتقالات موازية في منحني الغلة كما أظهر المثال الأخير. ويأتي أثر التحصين لوجود انتقالات موازية في منحني الغلة. . . انخفاض سعر فائدة المادة الاستثمار من 10 إلى 9% عند كل استحقاق.

وإذا لم يحدث ذلك فإن التوفيق بين فترة البقاء، وأفق الاستثمار لن يضمن التحصين لفترة طويلة. والتحركات غير المتوازية في منحني الغلة سيقود إلى تغيير مكون الدخل لقيمة المحفظة كثيراً أو قليلاً بالمقارنة مع مكون رأس المال، حيث سيكون هناك مخاطرة تحصين، والتي تمكن تقليلها، إذا كانت فترات بقاء السندات الفردية في المحفظة المحصنة قريبة من فترة بقاء الالتزامات أو الخصوم (في حالة المحفظة المركزة) وفي هذه الحالة سوف تؤثر التحركات المتوازية لمنحني الغلة في السندات الفردية والخصوم بنفس الطريقة.

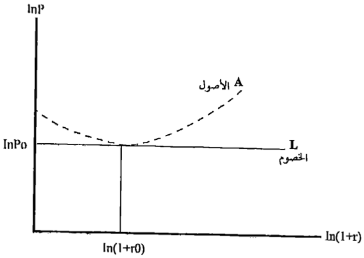
وبينما يشار إلى التحصين كإستراتيجية غير فعالة، فإن المحفظة يجب أن يعاد توازنها دورياً، وبذلك يكون لإستراتيجية التحصين عناصر فعالة.

وهناك سببان وراء إعادة التوازن[1]:

الأول: يعود إلى تغيرات أسعار الفائدة.

والثاني: بسبب مرور الزمن، ويكون التحصين فعالاً فقط عندما يكون التغير في أسعار الفائدة صغيراً. وتنخفض الفعالية مع ارتفاع أسعار الفائدة، ويكون التفاوت دائماً في مصلحة حائز المحفظة كما يبدو في الشكل (٣ ـ ٢)، فإذا انخفض سعر الفائدة من 10% إلى 5% سوف ترتفع قيمة المحفظة في السنة الرابعة، (وفق المثال السابق) إلى E161.10، أما إذا ارتفع سعر الفائدة إلى 20% سوف ترتفع قيمة المحفظة إلى 168.17، مرور الوقت سوف يقلل تلقائياً فترة بقاء المحفظة.

(1) Rebalance.



شكل رقم (٢.٣) التحصين الكلاسيكي من خلال قيم أفق الاستثمار

وبذلك نكون قد درسنا تكوين المحفظة المحصنة لمواجهة التزام واحد في وقت مستقبلي واحد، ولكن قد تواجه المحفظة الكثير من الخصوم أو الالتزامات عبر الوقت، وهذا يتضمن تكوين محفظة مخصصة قادرة على مواجهة هذه الخصوم من مكوني الدخل ورأس المال. والتي تنخفض إلى الصفر عند دفع الالتزام الأخير، وهناك طريقتان لتخصيص المحفظة: التحصين متعدد الفترات. . ومقابلة أو توافق التدفقات النقدية.

فعندما تكون الخصوم متعددة تكون كافية لتوفيق فترة بقاء المحفظة نحو الفترة المتوسطة للخصوم كما في التحصين الكلاسيكي، وبدلاً من ذلك من الضروري أن يتم تحصين كل خصم يتم دفعه، والطريقة لفعل ذلك هي التحصين متعدد الفترات.

والبديل لهذه الطريقة طريقة مقابلة التدفق النقدي والذي يتضمن إيجاد المحفظة الأقل تكلفة، والتي تخلق نموذج التدفقات النقدية التي تتوافق مع نموذج دفع الخصوم.

إن مدفوعات الكوبون على السند تساعد في تحويل الالتزامات السابقة، وإذا أخذت هذه المدفوعات بالاعتبار، يتم شراء سند آخر وبنفس أجل الاستحقاق لمدفوعات الخصوم، ويمكن مقابلة كل الأصول مع الخصوم المدفوعة على السند.

ولتوضيح مدفوعات الخصوم السنوية لمبلغ E1000 لمدة ثلاث سنوات يمكن شراء 9 سندات بفائدة 11.11% لمدة ثلاث سنوات، و8 سندات بفائدة 12.50% لمدة سنتين، و7 سندات بفائدة 14.29% ولمدة سنة واحدة.

عدد السندات	الكوبون٪	الاستحقاق/سنة	التدفقات النقدية E السنة١	السنة٢	السنة٣
9	11.11	3	100	100	100
8	12.50	2	100	900	--
7	14.29	1	800	--	--
			1000	1000	1000

وهناك عدة مزايا تحققها طريق مقابلة التدفق النقدي بالنسبة للتحصين :

١ ـ ليس هناك حاجة لمقابلة فترة البقاء.

٢ ـ ليس هناك حاجة لإعادة توازن المحفظة عندما تتغير أسعار الفائدة أو مرور الوقت.

وبالتالي فإن مقابلة التدفق النقدي هي عبارة عن إستراتيجية الشراء والحيازة، وفي عالم الواقع من الصعب وجود سندات لها نفس تاريخ الاستحقاق ومدفوعات الكوبون. ولضمان دفع الخصوم عند استحقاقها في غياب المقابلة التامة، يجب أن تكون طريقة مقابلة التدفقات ذات أموال فائضة.

٤.٣ . الإدارة الفعالة للمحفظة وتعديلها:

٤.٣.أ. الإدارة الفعالة لمحفظة الأسهم وتعديلها:

أشرنا إلى أن الإدارة الفعالة للمحفظة إستراتيجية غير مناسبة للمستثمر الذي يهتم بالأمان في المقام الأول، لذلك سوف نركز على المستثمر الذي يهتم بتعظيم المنفعة المتوقعة.

تتبع هذه الإستراتيجية عندما يسود الاعتقاد بأن الأصول الموجودة في المحفظة المالية مسعرة بصورة غير صحيحة، حيث لا يكون هناك إجماع في الرأي حول المحفظة السوقية، والمهم في هذا الصدد هو توقعات وتحركات الأسعار. ومن الممكن تكوين محفظة مثلى قائمة على التقديرات الشخصية لمديرها حول المخاطر والعوائد على الأصول. وذلك بعد أن يقوم بإجراء تقييم لدالة منفعة المستثمر على النحو المذكور آنفاً.

ويتبع مدير المحفظة في تكوين المحفظة الفعالة ثلاثة أنشطة هي:

ـ تخصيص الأصول . . اختيار الأصول . . . توقيت السوق.

ولتبسيط مشكلة تكوين المحفظة، يقوم المدير بذلك عبر مرحلتين أو أكثر.

تخصيص الأصل:

حيث يحدد مدير المحفظة النسب من الأسهم والسندات وغيرها والتي سيتم استثمارها في المحفظة ويستند قرار التخصيص على المعادلات التالية :

$$\text{Max}_{\theta_s}\ \bar{u} = \theta_s \bar{r}_s + (1-\theta_s)\bar{r}_b - \frac{1}{RT}\left[\theta_s^2\delta_s^2 + 2\theta_s(1-\theta_s)\delta_{sb} + (1-\theta_s)^2\delta_b^2\right] \quad (٨)$$

$$\theta_s^* = \frac{\delta_b^2 - \delta_{sb}}{(\delta_s^2 - 2\delta_{sb} - \delta_b^2)} + \frac{\bar{r}_s - \bar{r}_b}{2(\delta_s^2 - 2\delta_{sb} + \delta_b^2)} RT \quad (٩)$$

ويعتمد ذلك على درجة السماح بالمخاطرة. وقرار التخصيص هام باعتباره يؤثر على أداء المحفظة، حيث إن العوائد على الأصول غالباً ما تكون مرتبطة فهي تزداد معاً وتنخفض معاً.

اختيار الأصل:

مجرد الانتهاء من قرار التخصيص يبدأ المدير بالخطوة التالية حيث يتم اختيار الأصل من بين مجموعة من الأصول. ويكون على علم بالأصول المسعرة بصورة غير صحيحة[1]. فالأصل المسعر بأكبر من قيمته[2]، يكون معدل عائده أقل، ومخاطرته أكبر من تقديرات السوق، بينما الأصل المسعر بأقل من قيمته[3] يكون عائده أكبر ومخاطرته أقل من تقديرات السوق. . وبالاستعانة بنموذج تسعير الأصل الرأسمالي CAPM وخط سوق الأصول SML يمكن القول أن الأصل المالي يكون مسعراً بصورة غير صحيحة عندما يقع خارج خط سوق الأصول. أو إذا لم تكن α (ألفا) مساوية للصفر. وعندما يكون مسعراً بصورة صحيحة يعطى عائده التوازني بالمعادلة :

$$\bar{r}_i^* = rf + (\bar{r}_m - rf)\beta_i \quad (١٠)$$

وبالتالي فهو يقع على خط سوق الأصول، والفرق بين العائد المتوقع $\bar{r}_i$ والعائد المتوقع التوازني، هو عبارة عن قيمة α للأصل i (α_i) :

---

(1) mispriced.

(2) overpriced.

(3) underpriced.

$$\alpha_i = \bar{r}_i - \bar{r}_i^* \qquad (11)$$

فعلى سبيل المثال: نفترض أن $\beta_i = 0.75$, $\bar{r}_m = 0.15$, $rf = 0.10$ ونريد حساب قيمة α_i :

$$\bar{r}_i^* = 0.1375(13.75)$$

$$\bar{r}_i = 0.1475(14.75)$$

$$\alpha_i = 0.01$$

ويعني هذا أن الأصل سيحقق معدل عائد أعلى بنسبة ١٪ مما يجب أن يحققه. وعندئذ يكون مسعراً بأقل من قيمته.

وبوجه عام، عندما تكون $\alpha_i \rangle 0$ يكون الأصل مسعراً بأقل من قيمته، وإذا $0 \rangle \alpha_i$ يكون الأصل مسعراً بأعلى من قيمته، وعندما $\alpha_i = 0$ يعني أن الأصل مسعراً بصورة صحيحة.

و α_p للمحفظة ككل هي المتوسط المرجح لـ α للأصول الفردية في المحفظة:

$$\alpha_p = \sum_{i=1}^{N} \theta_i \alpha_i \qquad (12)$$

ويعمد مدير المحفظة عند اختياره للأصول إلى أن تكون قيمة α للمحفظة موجبة. والمحفظة الفعالة عبارة عن المحفظة السوقية مضافاً إليها مجموعة المراهنات الجانبية:

$$A = M + \Delta \qquad (13)$$

حيث: A = المحفظة الفعالة.

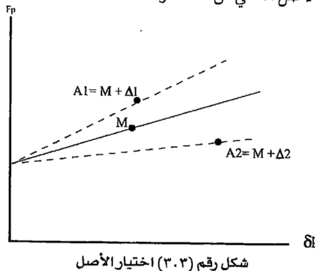
M = المحفظة السوقية.

Δ = المراهنات الجانبية.

ويمكن اشتقاق المحفظة المثلى للمستثمر (مع وجود فرص للإقراض والاقتراض بدون مخاطرة) من خلال الدمج بين المحفظة الفعالة (المنطوية على مخاطرة) والأصل الخالي من المخاطرة.

ويظهر الشكل (٣ ـ ٣) محفظتين فعالتين بالمقارنة مع المحفظة السوقية. المحفظة الأولى A1 مع مراهنات جانبية Δ1 تقع على خط سوق رأس مال أعلى من المحفظة

السوقية M وبالتالي فأية توليفة من A1 والأصل الخالي من المخاطرة سوف يفضل على أية توليفة من M والأصل الخالي من المخاطرة.



شكل رقم (٣.٣) اختيار الأصل

والسؤال الآن كيف يتم تحديد المحفظة المثلى الفعالة الحاوية على أصول منطوية على مخاطرة؟.

عام ١٩٧٨ قدم (إيلتون وغروبر) أسلوباً للإجابة عن هذا السؤال.

فإذا أخذنا التقديرات الشخصية للمستثمر عن العائد المتوقع والمخاطرة على الأصول، فإن مدير المحفظة يتمكن من ترتيب كل الأصول وفقاً لفائض العائد إلى بيتا من الأعلى إلى الأدنى:

$$Erb = \frac{\bar{r}_i - rf}{\beta_i} \qquad (١٤)$$

حيث Erb العائد الفائض على بيتا.

فكلما كان العائد الفائض على بيتا أكبر سيكون هناك رغبة أكبر لوضع الأصل في المحفظة، ويعتمد عدد الأصول في المحفظة المثلى على معدل أدنى بالنسبة للعائد الفائض، حيث إن كل الأصول التي يكون عائدها الفائض أكبر من ذلك المعدل الأدنى ستكون في المحفظة، بينما الأصول التي يكون عائدها الفائض أقل من المعدل سيتم استبعادها من المحفظة.

ويتم حساب المعدل الأدنى Cj لمحفظة تتكون من الأصول الأولى j كما يلي:

$$C_j = \frac{\delta_m^2 \sum_{i=1}^{j} \left[(\bar{r}_i - rf)\beta_i / \eta_i^2 \right]}{1 + \delta_m^2 \sum (\beta_i^2 / \eta_i^2)} \qquad (١٥)$$

حيث δ_m^2 = تباين العوائد على المحفظة السوقية .

η_i^2 = المخاطرة الخاصة بالأصل i .

ونوضح المعدل الأدنى باستخدام البيانات التالية عن عشرة أسـهم ، مع $\delta_m^2 = 10$, $rf = 5\%$:

رقم السهم i	العائد المتوقع $\bar{r}_i$	بيتا β_i	المخاطرة الخاصة η_i^2	العائد الفائض على بيتا $(\bar{r}_i - rf)\beta_i$	معدل الحد الأدنى C_j
1	15.0	1.0	50	10.0	1.67
2	17.0	1.5	40	8.0	3.69
3	12.0	1.0	20	7.0	4.42
4	17.0	2.0	10	6.0	5.43
5	11.0	1.0	40	6.0	5.43
6	11.0	1.5	30	4.0	5.30
7	11.0	2.0	40	3.0	5.02
8	7.0	0.8	16	2.5	4.91
9	7.0	1.0	20	2.0	4.75
10	5.6	0.6	6	1.0	4.52

وتم حساب الحد الأدنى باستخدم المعادلة السابقة (١٥) :

$$C_1 = \frac{10[(10)(1.0)/50]}{1 + 10\left\{ [(1.0)^2/50] \right\}} = 1.67$$

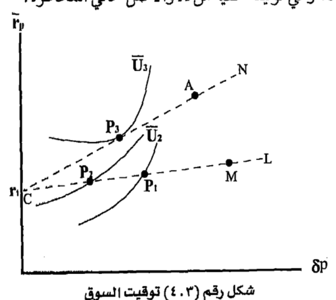
. . . . . وهكذا .

توقيت السوق:

يقـوم مدير المحفظـة باختيـار الأصـل عندمـا يقبـل الإجمـاع العـام عــن المحفظـة السوقية ، ولكنه يعتقد أن الأصول الفردية غير مسعرة بصورة صحيحة . ويعمل في توقيـت

السوق عندما لا يقبل الإجماع حول المحفظة السوقية. ويبدو ذلك في الشكل (٣ ـ ٤) في الحالة التي تكون فيها تقديرات مدير المحفظة السوقية A أكثر صعوداً من إجماع السوق M. ويكون تقدير مدير المحفظة لخط سوق رأس المال CAN، وخط سوق رأس المال وفقاً لإجماع السوق هو CML.

وحالما يقبل مدير المحفظة إجماع السوق، فإنه يحدد منحنيات السواء للمستثمر، وستكون المحفظة التي تعظم المنفعة P2 توليفه خطية من M والأصل خالي المخاطرة. وبالتالي يعتقد مدير المحفظة أن المحفظة السوقية هي A، ويمكنه زيادة منفعة المستثمر باختيار المنفعة P3 وهي توليفه خطية من A والأصل خالي المخاطرة.



شكل رقم (٣ . ٤) توقيت السوق

إن توقيت السوق يعادل تعديل بيتا المحفظة عبر الوقت. فإذا توقع مدير المحفظة أن السوق ستكون صاعدة، فإنه يسعى إلى زيادة β_p (يجعلها أكثر عدوانية) وإحدى الطرق للقيام بذلك العمل على شراء أسهم ذات بيتا مرتفعة عندما تكون السوق صاعدة، ثم يبيعها عندما تهبط السوق. ولكن تكاليف المعاملات ستجعل ذلك إستراتيجية مرتفعة التكلفة.

والطريقة البديلة هي إبقاء المحفظة. وهذا بديل أقل تكلفة لأن التحول من النقد إلى النقد أرخص من التحول بين الأسهم المختلفة. والطريقة الأقل تكاليف أيضاً هي استخدام المستقبليات والخيارات والتي سندرسها في الفصل الأخير.

تعديل المحفظة:

يتضمن تعديل المحفظة المالية شراء الأصول وبيعها بهدف زيادة صافي منفعة المستثمر. ويمكن التعبير عن هذا الهدف بطريقة أخرى: زيادة العائد المعدل ضد المخاطرة بعد تعديل المحفظة فيما يتعلق بتكاليف المعاملات.

$$\bar{u}_n = \bar{r}_p - \frac{\delta_p^2}{RT} - Cp \qquad (١٦)$$

حيث: $\bar{u}_n$ = المنفعة الصافية.

$\bar{r}_p = \sum_{i=1}^{N} \theta_i r_i$ = العائد المتوقع على المحفظة.

$\delta_p^2 = \sum_{i}^{N} \sum_{j}^{N} \theta_i \theta_j \delta_{ij}$ = تباين العائد على المحفظة.

RT = درجة السماح بالمخاطرة (المخاطرة المسموح بها).

Cp = تكاليف تعديل المحفظة. وتتضمن عمولات السمسرة، الضرائب والرسوم التي يدفعها المتعاملون في السوق.

ويتضمن التعديل الأمثل التحويل أو التبادل زوجين من الأصول، يتم بيع الأصل الذي يحقق منفعة حدية صافية منخفضة، ويستبدل بأصل عالي المنفعة الحدية الصافية، حيث تعرف المنفعة الحدية الصافية بأنها التغير في المنفعة الكلية الناجم عن زيادة وحدة من الأصل نتيجة الشراء أو البيع.

$$\begin{aligned} MNU &= \frac{\delta \bar{u}_n}{\delta \theta_i} \frac{\delta \bar{r}_p}{\delta \theta_i} - \frac{1}{R} \frac{\delta \delta_p^2}{\delta \theta_i} - \frac{\partial cp}{\partial \theta_i} \\ &= \bar{r}_i - \frac{2}{RT} \sum_{j=1}^{N} \theta_j \delta_{ij} - \tau_i \end{aligned} \qquad (١٧)$$

حيث: MNU = المنفعة الحدية الصافية. τ_i = التكلفة الحدية المرافقة لتبديل الأصل في i.

وعندما لا يكون هناك إمكانية لتبادل الأصول ذات المنفعة المنخفضة بأخرى ذات منفعة أعلى، يتم إعادة جعل المحفظة مثالية ويتم إيقاف التبادل.

إذ يمكن تعريف العائد الفائض الصافي على بيتا كما يلي:

$$NERB = \frac{\bar{r}_i - rf - \tau_i}{\beta_i} \qquad (١٨)$$

٤.٣.ب. الإدارة الفعالة لمحفظة النقود:

تتم حيازة محفظة من الأصول السوقية النقدية بصورة أساسية بهدف السيولة، ولكن ليس هناك من سبب يجعل إدارتها لا تتم بصورة فعالة.

إن الإدارة السلبية تعطي عوائد قليلة على رأس المال كما يوضح المثال التالي:

نفترض أن مصرفاً يقترض مليون دولار لمدة سنة وبفائدة 10.125٪ ويستثمره في شهادات إيداع لمدة سنة وبفائدة أو عائد 10.25٪.

ففي نهاية السنة يحصل البنك على 1102500 دولار، يدفع منها 110250$ ويحقق ربحاً قدره 250 دولار، وإذا كان البنك يتطلب أن كل 40$ من القرض مدعوم بمقدار 1$ من رأس المال، فمعنى ذلك أن قرضاً بمليون دولار يجب أن يكون مدعوماً بـ 25000$ من رأس المال. وهذا يعطي معدل عائد على رأس المال 5٪ (100 125/25000). وبالتالي، فإن إستراتيجية الإدارة السلبية لمقابلة الأصول والخصوم لا تحقق ربحاً.

أما الإدارة الفعالة لمحفظة الأصول النقدية فتتضمن عدم مقابلة الأصول مع الخصوم، بالإضافة إلى الأخذ بعين الاعتبار التحركات المستقبلية لأسعار الفائدة قصيرة الأجل. فإذا اعتقد مدير المحفظة أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل سترتفع، فإنه سيطلب استحقاق خصومة لتغطية استحقاق أصوله، أما إذا اعتقد العكس فإنه يطلب استحقاق أصوله لتغطية خصومه.

لتوضيح الفكرة ندرس حالة توقع ارتفاع أسعار الفائدة. حيث يقترض مدير المحفظة مليون دولار لثلاثة أشهر بفائد 0.125٪، ويستثمرها في شهادات إيداع لمدة شهر بفائدة 10.25٪. وفي نهاية الشهر ارتفعت أسعار الفائدة بمعدل 1.5٪ فيقوم باستثمار المبلغ كوديعة لمدة شهرين بفائدة 11.75٪، وفي نهاية الثلاثة أشهر يكون قد حل موعد استحقاق القرض. وتكون الأرباح التي حققها كما يلي:

في نهاية الثلاثة أشهر تكون الفوائض من الإيداع:

1000000$[1+0.1025(30/365)][1+0.1175(61/365)=1028227.08

ومدفوعات القرض : $1000000[1+0.10125(91/365)]=1025243.15\$$

وبالتالي يكون الربح 2983.93$. وفي الاستثمار الرأسمالي لـ 25000$ هذا يقابل العائد 11.9٪ خلال الثلاثة أشهر . أو 56.99٪ خلال السنة وهذا يعتبر تحسناً بمعدل عائد 5٪ ناتج عن الإدارة السلبية .

وإذا انخفضت أسعار الفائدة فإن مدير المحفظة يحقق خسارة .

٣.٤.جـ.الإدارة الفعالة لمحفظة السندات وتعديلها:

إدارة المحفظة :

كما الحال في الأسهم فإن محفظة السندات يمكن إدارتها بصورة فعالة عندما يكون السند مقوماً بصورة غير صحيحة ، أو عندما تكون التوقعات متجانسة حول العوائد والمخاطر على السندات ، وبالتالي لا يوجد إجماع حول المحفظة السوقية بالنسبة للسندات . وكذلك عندما يتم اتخاذ قرار تخصيص الأصول . يتم العمل حول اختيار الأصل وتوقيت السوق .

ومعظم مديري الأسهم يعملون في اختيار الأصول ، ومعظم مديري السندات يعملون في توقيت السوق . حيث يقوم مدير السندات بتكوين محفظة سندات .

تكون الأوزان النسبية أقل في السندات المقيمة بأكثر من سعرها ، مقارنة مع المحفظة السوقية . وأوزان أكثر في السندات المقومة بأقل من سعرها (باعتبار أن من المتوقع ارتفاع سعرها) .

وبمعنى آخر ، يكون للمحفظة أوزان نسبية منخفضة في السندات ذات ألفا سالبة ، وأوزان مرتفعة نسبياً في السندات ذات الألفا الموجبة ، ويتضح ذلك في الشكل البياني (٣ ـ ٥) حيث يتم تعريف ألفا بدلالة خط سوق السندات (BML) فعلى سبيل المثال :

$$\bar{r}_m = 0.12 \quad rf = 0.10,$$

فتكون معادلة خط سوق السندات :

$$\bar{r}_i^* = rf + (\bar{r}_m - rf)D_i/D_m$$
$$= 0.10 + 0.02D_i/D_m$$

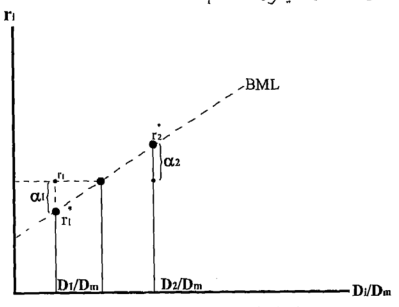
حيث : $\bar{r}_i^*$ = العائد المتوقع التوازني على السند i .

Di/Dm = البقاء النسبي i .

فإذا كانت $Di/Dm = 0.5$ يكون العائد التوازني :

$\bar{r}_i^* = 0.11$

وإذا كان $\bar{r}_1 = 0.12$ ، يكون $\alpha_1 = 0.01$



شكل رقم (٥.٣) قيم α بالنسبة للسندات

بمعنى أن السند يعطى عائداً أكثر بنسبة ١٪ مما ينبغي تحقيقه ، وبالتالي يكون مقيماً بأقل من سعره .

ومرة أخرى يمكن النظر إلى محفظة السندات كتوليفة من المحفظة السوقية ، ومجموعة المراهنات الجانبية في مواجهة المدراء الفعالين الآخرين . ويمكن تحديد محفظة السندات المثلى الفعالة باستخدام أسلوب (إيلتون وجروبر) باستثناء أن السندات مرتبة وفقاً للعوائد الفائضة نسبة إلى البقاء النسبي (Di/Dm) $(\bar{r}_i - rf)$.

وكذلك إن نقطة المعدل الأدنى للمحفظة المثلى يتم تحديدها باستخدام المعادلة السابقة ، مع استبدال بيتا بالبقاء النسبي .

ويعمل مدير المحفظة الذي يؤكد على توقيت السوق في الإدارة الفعالة عندما لا يقبل الإجماع على المحفظة السوقية . ويكون أكثر صعوداً وهبوطاً من السوق .

إن توقعات أسعار الفائدة تعتبر في هذه الحالة، مدخلاً هاماً في توقيت السوق الناجح، أما المدير الذي يقوم بتوقيت سوق السندات فيهتم بتعديل فترة البقاء النسبية لمحفظته عبر الزمن.

وإذا توقع مدير المحفظة صعود السوق، بناء على توقعه انخفاض المستوى العام لأسعار الفائدة، فإنه يسعى إلى زيادة فترة بقاء محفظته من خلال استبدال السندات ذات فترة البقاء القليلة بسندات ذات فترات بقاء أطول. أما إذا توقع هبوط السوق، بناء على توقعه ارتفاع أسعار الفائدة، فإنه يعمل على تقليل فترة بقاء محفظته من خلال استبدال السندات ذات البقاء المرتفع بأخرى ذات بقاء منخفض.

والإدارة الفعالة لمحفظة السندات بوجه عام، ليست مربحة مثل الحال في الأسهم. لعدة أسباب أهمها:

أن عدد السندات المتداولة أكبر من عدد الأسهم عادة. وتقلبات أسعار السندات أقل من تقلبات أسعار الأسهم، وبالتالي يكون سوء تسعير السندات أقل مما هو الحال في الأسهم.

تعديل المحفظة:

يتضمن تعديل محفظة من السندات القيام بشراء وبيع السندات. أي تبادلها أو تحويلها، وهناك فئتان من تحويل السندات: التحويل الشاذ، وتحويلات السياسة، فالتحويلات الشاذة هي تحويل بين سندين لهما خصائص متشابهة، ولكن أسعارهما أو غلتهما بعيدة عن الخط.

أما تحويلات السياسة هي التحويل بين سندين غير متشابهين بسبب التغير المتوقع في هيكل السوق، والذي يتوقع أن يقود إلى تغير في الأسعار النسبية أو العائد لكلا الأصلين. وتحويلات السياسة تتضمن عوائد متوقعة أكبر، ولكن المخاطر المتوقعة أكبر.

والمثال البسيط للتحويل الشاذ هو تحويل الاستبدال والذي يتضمن تبادل سندين متشابهين من حيث تاريخ الاستحقاق. والكوبون. والنوعية والخصائص الأخرى، ومختلفين في السعر أو العائد (الغلة).

حيث يتم تبادل السندين بنفس السعر والغلة، ثم وعندما يحدث اختلاف في السعر أو الغلة، تكون فرصة إجراء مراجحة.

والسهم الأغلى يباع والأرخص يُشترى. وفيما بعد عندما تزال الشذوذ يتم إجراء المجموعة العكسية (الإجراء العكسي) للمعاملات، والوقت المستغرق لإزالة الشذوذ يعرف باسم فترة الحل، وهي هامة لحساب معدل العائد على التحويل. وكلما كانت هذه الفترة أقصر، يكون المعدل السنوي للعائد أكبر. وإذا ما تمت حيازة السندين حتى تاريخ الاستحقاق قبل تصحيح الشذوذ، يمكن تجاهل العائد السنوي من المبادلة، ويمكن توضيح تحويل الاستبدال بالمثال التالي:

	تاريخ (١)			تاريخ (٢)			الربح	
	النشاط	سعر١	الغلة٪	النشاط	سعر٢	الغلة٪	سعر	غلة
السندآ	بيع	١٠٠	١٠,٠٠	شراء	١٠٠	١٠,٠٠	٠	٠,٠٠
السند ب	شراء	٩٩	١٠,٢٠	بيع	١٠٠	١٠,٠٠	١	٠,٢٠
							١	٪٠,٢٠

إذا كان الفرق بين سعري السندين آ و ب ليس أكثر من ٠,٥ $ والفرق بين غلتيهما حتى موعد الاستحقاق ليس أكثر من ٠,١٠٪ عندئذ في التاريخ (١) يوجد شذوذ، وبالتالي يتم إجراء تحويل الاستعاضة.

حيث يتم شراء السند الأرخص (ب) وبيع السند الأغلى (آ).

وفي التاريخ الثاني حيث تمت إزالة الشذوذ إن السند (آ) مسعر بصورة صحيحة، ولم يتغير سعره فيما بين التاريخين، والسند (ب) كان مسعراً بأقل من قيمته حيث رفع سعره بمقدار ١ دولار. بينما انخفضت غلته بـ ٢٠ نقطة.

وإذا كان التاريخ ١ و٢ سنة، فإن العائد على رأس المال المستثمر (١٠٠ دولار) هو ١٪، وبالتالي إذا كان التاريخ ١ و٢ شهر واحد. يكون معدل العائد السنوي ١٢,٦٨٪.

وإذا كان الكوبون وموعد الاستحقاق لكلا السندين متشابهاً، فإن مقايضة الاستعاضة (الاستبدال) تتضمن تبادل السندات الواحد بالآخر.

وإذا كان هناك فروق جوهرية في الكوبون أو تاريخ الاستحقاق. فإن فترة استمرار أو بقاء السندين سوف تختلف. وهذا سيؤدي إلى استجابات مختلفة إذا تغير المستوى

العام لأسعار الفائدة خلال فترة التحويل. وعندئذ يكون من الضروري وضع وزن للتحويل بنفس الطريقة التي يتم فيها التحوط لتغيرات أسعار الفائدة.

للتوضيح نفترض أن السند آ في المثال السابق له فترة بقاء ١٠ سنوات، بينما السند ب فترة بقائه سنتان فقط. هذا يعني أن السند آ أكثر حساسية بخمس مرات لتقلبات أسعار الفائدة عن السند ب، وللتوقي ضد التغيرات غير المتوقعة في معدلات الفائدة، فإن الاستثمار النسبي في السندين يتم تحديده كما يلي:

$$\frac{\text{الاستثمار في السند (آ)}}{\text{الاستثمار في السند (ب)}} = \frac{\text{فترة بقاء السند (ب)}}{\text{فترة بقاء السند (آ)}}$$

وبالتعبير عن ذلك بصورة اسميه:

$$\text{اسم السند (ب) المشترى} = \text{اسم السند المباع} \times \frac{\text{بقاء السند (آ) + السعر الخطأ للسند (آ)}}{\text{بقاء السند (ب) + السعر الخطأ للسند (ب)}}$$

= ٥ × اسم السند (آ) المباع.

وكذلك لكل سند (آ) مباع خمس سندات (ب) يجب أن تُشترى.

ولندرس ما الذي يحدث إذا كان هناك تبادل واحد لواحد، وانخفضت أسعار الفائدة بمعدل ١٪.

إن سعر السند أ سيرتفع بمعدل ١٠٪ (١٪ مرة من بقائه البالغ ١٠) (١٠٠ - ١١٠) وسعر السند ب سيرتفع بمعدل ٢٪ (١٪ مرة من بقائه البالغ ٢) (من ١٠٠ ـ ١٠٢) ونفترض أن سعر السند B ارتفع بمقدار ١ جنيه إلى ١٠٣ جنيه لتصحيح الشذوذ أو الاختلال.

وبذلك رغم أن سوء التسعير تم تصحيحه، فتحويل الاستبدال أو الاستعاضة حقق خسارة ٧ جنيه. وبالتشابه إن الفروقات في معدلات الكوبون بين السندين ستؤثر على احتمال التجويل ويجب أخذ ذلك في الاعتبار.

٥.٣. الإدارة المختلطة للمحفظة:

من الممكن لمدير المحفظة أن يدمج بين النوعين السابقين من الإدارة. فعلى سبيل المثال، قد يكون تخصيص الأصل سلبياً، ولكنه يحوي عنصراً فعالاً يتم وضعه في مواجهة المدراء الآخرين، ويطلق على ذلك نمط اختيار الإدارة للأصل.

وكذلك قد يقوم مدير المحفظة بتكوين محافظ غير فعالة (سلبية) من الأصول الفردية، ولكن بقرارات فعالة لتخصيص الأصل، ويطلق على ذلك تخصيص الإدارة للأصل، وهناك إستراتيجية مختلطة أخرى هي إدارة المحفظة المركزية/ التابعة. وهذه الطريقة شائعة، أن يكون لدى المدير محفظة مركزية كبيرة لا يتم تداولها، لأن فعل ذلك سيؤدي إلى تحركات عكسية في السوق.

ويحيط بهذه المحفظة المركزية عدد من المحافظ الصغيرة التابعة والتي تدار بصورة فعالة، لأنه بالإمكان اقتراض الأصول من المحفظة المركزية.

ومحفظة السندات تعتبر مثالاً للإستراتيجية المختلطة، ويبدو ذلك في التحصين المحتمل.

ومن الأنواع الأخرى لهذه الإستراتيجية الخيارات والمستقبليات.

فلدى المدراء محافظ من الأصول النقدية، إلا أنها لا تتداول بسبب ارتفاع تكاليف المعاملات في السوق النقدية. وبدلاً من ذلك يستخدم المديرون أصولاً فردية من خلال شراء وبيع الخيارات الفردية. ويمكنهم أيضاً العمل في توقيت السوق، وتغيير بيتا المحفظة، أو فترة بقاء محفظة السندات من خلال بيع وشراء مؤشر الأسهم أو الخيارات. وذلك بسبب انخفاض تكاليف المعاملات. ولأن السيولة تكون مرتفعة، عادة، في سوق المشتقات.

الفصل الرابع
قياس أداء المحفظة الاستثمارية

٤ . ١ . مكونات القياس:

يجيب هذا الفصل عن مجموعة من الأسئلة مثل :

كيف تقاس العوائد على المحفظة؟ ، وكذلك كيف يتم قياس العوائد المعدلة ضد المخاطر؟ ثم كيف يتم تقويم هذه العوائد المعدلة ضد المخاطر؟

٤ـ١ـأ ـ العوائد الراجعة على المحفظة:

الأولى ـ معدلات العوائد المرجحة بالزمن (أو الوسط الهندسي) .

الثانية ـ معدلات العوائد المرجحة بالنقود (معدل العائد الداخلي) .

الطريقة الثانية هي الأبسط ، أما الطريقة الأولى فهي المفضلة والأكثر شيوعاً. فهي تقوم بضبط كل التدفقات النقدية الداخلة والخارجة والتي لا تكون تحت إرادة مدير المحفظة ، والمأخذ عليها هي أنها تحتاج إلى إجزاء تقييم في كل وقت يحدث فيه تدفق نقدي .

مثال:

يظهر الجدول التالي قيمة النقود وتدفقها خلال فترة سنة :

	الزمن	صفر	٦ أشهر	سنة واحدة
قية النقود		V0	V1	V2
التدفق النقدي		-	CF	-

يمثل العائد المرجح للنقود الفائدة المركبة وفق المعادلة :

$$V_2 = V_0(1-r) + CF(1+r)^{\frac{1}{2}} \qquad (١)$$

أو

$$V_2 = V_0(1+r) + CF(1+\frac{1}{2}r) \qquad (٢)$$

وبالتالي معدل العائد المرجح (Wr) :

$$Wr = \frac{V_2 - (V_0 + CF)}{V_0 + \frac{1}{2}CF}$$

$$Wr = \frac{V_1}{V_0}\frac{V_2}{V_1 + CF} - 1 \qquad (٣)$$

فإذا كان معدل العائد شبه السنوي على المحفظة يساوي r_1 بالنسبة للأشهر الستة الأولى، وr_2 بالنسبة للستة أشهر الأخيرة فيكون:

$$V_1 = V_0(1 + r_1)$$
$$V_2 = (V_1 + CF)(1 + r_2) \qquad (٤)$$
$$= [V_0(1 + r_1) + CF](1 + r_2) \qquad (٥)$$

وبتبديل المعالادت ٤ و٥ في المعادلة ٣ نحصل على:

$$WR = \frac{V_0(1 + r_1)}{V_0}\left[\frac{[V_0(1 + r_1) + CF](1 + r_2)}{V_0(1 + r_1) + CF}\right] - 1$$
$$= (1 + r_1)(1 + r_2) - 1$$

وهذا عبارة عن سلسلة مترابطة من العوائد. ويبدو أن معدل العائد المرجح للوقت يعكس بدقة معدل العائد المتحقق على المحفظة. ذلك أن التدفقات النقدية الداخلة والخارجة بعيدة عن سيطرة مدير المحفظة. ويجب استبعاد تأثيراتها من التأثير على الصندوق. وفي هذه الحالة فقط تطبق على العائد المرجح بالزمن، ولا تصلح للعائد المرجح بالنقود. ولتوضيح ذلك نستخدم المثال التالي، حيث القيمة الأولية للصندوقين $100.

الزمن	صفر	٦ أشهر	سنة كاملة
. مؤشر سعر الأسهم	1.00	0.8	1.2
. التدفقات النقدية للصندوق آ	20	-	-
. قيمة الصندوق آ بما فيه التدفق النقدي	120	96	144
. التدفق النقدي للصندوق ب	10	10	-
. قيمة الصندوق ب بما فيه من التدفق النقدي	110	98	147

كل من الصندوقين آ وب له قيمة أولية 100$، وكل منهما يحقق 20$ سنوياً.

ولكن توقيت التدفقات النقدية مختلف: فالصندوق ب يتلقى تدفقاً في الوقت الذي تكون فيه الأسهم رخيصة نسبياً.

ويمكن حساب معدل العائد المرجح بالنقود كما يلي:

$$WMR_1 = \frac{V_2}{V_0 + CF_0} - 1$$

$$= \frac{144}{120} - 1 = 0.20 \qquad (٦)$$

أي العائد المرجح على الصندوق آ ٢٠٪.

$$WMR_2 = \frac{V_2 - (V_0 - CF_1 + CF_2)}{V_0 + CF_1 + \frac{1}{2}CF_2}$$

$$= \frac{147 - 120}{115} \qquad (٧)$$

$$= 0.2348$$

أي إن معدل العائد المرجح على الصندوق الثاني (ب) حوالي 23.5٪.

وبناء على ذلك فإن أداء مدير الصندوق (ب) أفضل من أداء مدير الصندوق (آ) وفقاً لمقياس معدل العائد المرجح بالنقود.

أما حساب معدل العائد المرجح بالوقت كما يلي:

$$WTR_1 = \frac{V_1}{V_0 + CF_0}\frac{V_2}{V_1 + CF_1} - 1$$

$$= \frac{96}{120}\frac{144}{90} - 1 = 20\% \qquad (٨)$$

$$WTR_2 = \frac{V_1}{V_0 + CF_0}\frac{V_2}{V_1 + CF_1} - 1$$

$$= \frac{88}{110}\frac{1217}{98} - 1 = 20\% \qquad (٩)$$

ويعني ذلك أن أداء مديري الصندوقين متماثلاً باعتبارهما يشتملان الأصول نفسها.

٤.١.ب.علامات المقارنة:

لتقييم أداء مدير المحفظة أو الصندوق الاستثماري لابد من نقاط أساسية لإجراء المقارنة. وحالما تتحدد هذه النقاط تتم مقارنة ما إذا كان أداء مدير المحفظة سيئاً أو دون المستوى المطلوب أو وفق المطلوب.

- العلاقة الملائمة للمقارنة هي التي تتفق مع تفضيلات عملاء الصناديق الاستثمارية ومع الحالة الضريبية للصندوق. فعلى سبيل المثال، تكون العلاقة ملائمة إذا لم يدفع الصندوق الاستثماري ضرائب علىالدخل أو ضرائب رأسمالية، مثل صناديق التقاعد (أي إذا كان الصندوق إجمالياً). وتكون العلاقة غير ملائمة إذا ترتب على الصندوق دفع ضرائب (أي إذا كان الصندوق صافياً).

وليس المؤشر العام للسوق علامة ملائمة إذا كان لدى المتعاملين في السوق تفضيلات حول الأصول مرتفعة الدخل، وعدم تفضيل للأسهم في الشركات المنافسة.

وبالتالي فالصناديق المختلفة لها علامات مختلفة. فعلى سبيل المثال واستناداً إلى قرار تخصيص الأصل، سيكون هناك علامة لمدير محفظة الأسهم، وأخرى لمدير محفظة السندات، وهذه النقطة عبارة عن رقم قياسي.

ولفهم ذلك يتم التمييز بين مؤشرات مطلقة، ومؤشرات نسبية، ومؤشرات مرجحة بالسعر، وأخرى مرجحة بالقيمة، ومؤشرات حسابية وأخرى هندسية. ويمكن توضيح ذلك في الجدول التالي الذي يظهر المدخلات اللازمة لإنشاء مؤشر (رقم قياسي) مكون من أربعة أسهم:

اليوم	ترتيب السهم	سعر السهم	أرقام الأسهم	الرسملة
	1	0.65	50	22.50
	2	0.82	50	41.00
1	3	1.15	75	86.25
	4	0.25	100	25.00
		2.87		184.75
	1	0.70	50	35.00
	2	0.75	50	39.00
2	3	1.23	75	92.25
	4	0.21	100	21.00
		2.92		187.25

وإذا كان اليوم الأول يوم أساس، يكون المؤشر المطلق المرجح بالسعر:

$100 = \frac{2.87}{0.0287} = idex$ ، والمؤشر المطلق المرجح بالقيمة:

$$idex = \frac{184.75}{1.8415} = 100 .$$

وفي اليوم الثاني يكون الرقم القياسي المطلق المرجح بالسعر:

$$idex = \frac{2.92}{0.0287} = 101.14 .$$

والرقم القياسي المطلق الهندسي المرجح بالقيمة:

$$idex = \frac{187.25}{1.8475} = 101.35 .$$

وتكون الأسعار النسبية: اليوم الأول إلى اليوم الثاني للأسهم الأربعة كما يلي:

السهم	السعر النسبي
1	$1.0769 = \frac{0.70}{0.65}$
2	$0.9512 = \frac{0.78}{0.82}$
3	$1.696 = \frac{1.23}{1.15}$
4	$0.8400 = \frac{0.21}{0.25}$

ويكون المؤشر النسبي الحساب المرجح بالمساواة لليوم الثاني:

$$= \frac{1.0769 + 0.9512 + 1.0696 + 0.8400}{4}$$

$$= 98.44.$$

والمؤشر الهندسي يكون:

$$= [(1.0769)(0.9512)(1.0696)(0.8400)]^{\frac{1}{2}} \times 100 = 97.95$$

ويبدو أن المؤشرات الأربعة أعطت قيماً مختلفة حتى خلال التحركات اليومية للسعر.

٤ . ٢ . مقاييس أداء المحفظة:

ويتم تقسيمها إلى نوعين: مقاييس قائمة على أساس العوائد الفائضة المعدلة ضد المخاطرة. ومقاييس قائمة على أساس قيمة إلفا (α).

٤ـ٢ـأ. مقاييس على أساس فائض العوائد المعدل ضد المخاطرة:

ويمكن تقسيمها إلى ثلاثة أنواع تختلف وفقاً لمقاييس المخاطرة المستخدمة.

الأول: مقياس فائض العائد[1] على التقلبات. ويدعى أيضاً مقياس شارب (نسبة إلى شارب ١٩٦٦) والذي يستخدم مقياس المخاطرة الكلية:

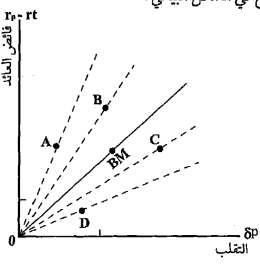
$$ER_V = \frac{rp - rf}{\delta p}$$

حيث: ERV = فائض العائد على التقلبات. rp = العائد المتوسط على المحفظة (المتوسط الهندسي) خلال فترة زمنية وهي عبارة عن آخر ٢٠ ربع.

δp = الانحراف المعياري للعائد على المحفظة (محسوباً خلال العشرين ربع).

مع ملاحظة أن: الوسط الهندسي يستخدم لتكوين العائد المتوسط، أما المتوسط الحسابي يستخدم لتكوين الانحراف المعياري.

rf = متوسط العائد الخالي من المخاطرة (متوسط هندسي) خلال نفس الفترة ومقياس شارب موضح في الشكل البياني:



شكل رقم (٤ . ١) فائض العائد على التقلبات

(1) excess return.

حيث تمثل BM المحفظة البارزة.

(وقد تكون المحفظة السوقية) D, C, B, A هي أربع محافظ الأولى والثانية (B, A) تضرب العلامة البارزة على أساس المخاطرة المعدلة.

أما (D, C) فهي دون الأداء المطلوب، وأفضل محفظة هي A والأسوأ هي D. أما المقياس الثاني فهو مقياس فائض العائد على بيتا، ويعرف باسم (معيار ترينور) نسبة إلى ترينور ١٩٦٥. وهو يستخدم مقياس المخاطرة المنتظمة.

$$ER\beta = \frac{rp - rf}{\beta p} \qquad (١٠)$$

حيث βp هي مخاطرة المحفظة مقاسة خلال آخر ٢٠ ربع.

والمقياس الثالث: مقياس فائض العائد على فترة البقاء النسبية. وهو مناسب لمحفظة السندات:

$$ERD = \frac{rp - rf}{Dp/Dm} \qquad (١١)$$

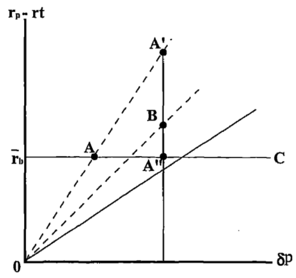
حيث: Dp/Dm هي فترة بقاء محفظة السندات بالنسبة لفترة بقاء السوق.

والآن كيف يتم تفسير هذه المقاييس. دعنا نقارن المقياسين الأول والثاني ونفترضهما بالنسبة للفرد والسوق كما يلي:

	الفرد	السوق
مقياس شارب	1.3	1.6
مقياس ترينور	5.0	4.0

وفقاً للمقياس الثاني وضع الفرد أفضل عند توقيت السوق. وبوجه عام مقياس شارب أفضل بالنسبة للأفراد أصحاب المحفظة غير المنوعة بصورة جيدة. وفي الحالة المعاكسة (المحفظة المنوعة مقياس ترينور أفضل).

ومن المفيد ترتيب المحافظ المالية وفقاً لمقاييس فائض العائد على المخاطرة. ولكن هناك مشكلة فيما يتعلق بتفسير الأرقام. ومن المشاكل عدم إمكانية الاقتراض بسعر فائدة خال من المخاطرة. ويوضح الشكل ذلك:



شكل (٤ . ٢) فائض العائد على التقلبات عند أسعار مختلفة للاقتراض والإقراض

المحفظة `A أفضل من B فقط إذا كان بالإمكان الاقتراض والإقراض بسعر فائدة خال من المخاطرة (`A هي توليفة من A والاقتراض بسعر rf) وخلافاً لذلك، فإن خط الاقتراض هو rbAC وB أفضل من ``A (وهي توليفة من A والاقتراض rb).

٢.٤.ب.مقاييس الاقتراض على أساس قيم α :

بدلاً من ترتيب المحافظ وفقاً للعوائد المعدلة ضد المخاطرة من الممكن ترتيبها وفقاً لقيم إلفا المرتبطة بها. وفي هذه الحالة أيضاً هناك ثلاثة مقاييس تعتمد على مقياس المخاطرة المستخدم.

فإذا كان المقياس للمخاطرة الكلية. فإن قيمة α المناسبة يتم تحديدها بالنسبة لخط سوق رأس المال:

$$\bar{r}_p = rf + (\frac{\bar{r}_m - rf}{\delta_m})\delta_p \qquad (١٢)$$

حيث: $\bar{\bar{r}}_p$ = العائد المتوقع على المحفظة.

$\bar{r}_m$ = العائد على المتوقع على السوق.

δ_m = الانحراف المعياري للعائد على السوق.

وتكون قيمة α المقابلة:

$$\alpha = r_p - \bar{r}_p$$

إذ أن الصندوق الاستثماري ذو الأداء الأفضل هو ذو قيمة α الأكبر.

وإذا كان المقياس للمخاطرة المنتظمة فإن قيمة α المناسبة تحدد فيما يتعلق بخط سوق الأصول:

$$\bar{r}_p = rf + (\bar{r}_m - rf)\beta_p \qquad (١٣)$$

وقيمة α المقابلة:

$$\alpha_\beta = r_p - \bar{r}_p \qquad (١٤)$$

ويطلق على ذلك مؤشر جونسون للأداء التفاضلي. فإذا كان مقياس المخاطرة هو فترة البقاء النسبية، فإن قيمة α المناسبة تحدد بالنسبة لخط سوق السندات:

$$\bar{r}_p = rf + (\bar{r}_m - rf)\frac{D_p}{D_m} \qquad (١٥)$$

وقيمة α المقابلة:

$$\alpha_D = r_p - \bar{r}_p \qquad (١٦)$$

٤.٣. تحليل العائد الكلي:

بعد تحديد المقاييس المختلفة لأداء الصندوق الاستثماري أو المحفظة، يتم تحديد مصادر هذا الأداء. وهذا يتطلب تحليل العائد الكلي إلى مكوناته المختلفة.

وإحدى الطرق لإجراء ذلك هي تحليل (فاما) الذي يتضح في الشكل البياني (٤ ـ ٣) حيث يكون المقياس المناسب للمخاطرة هو المخاطرة المنتظمة (β).

ولنفترض أن الصندوق P يولد عائداً rp ومخاطرته المنتظمة β_p. فإنه ذو أداء جيد خلال فترة الدراسة. وباستخدام مقياس (جونس) للأداء فإنه ذو قيمة α موجبة. ويمكن تقسيم العائد الكلي إلى أربع مكونات:

العائد الكلي على المحفظة = سعر الفائدة الخالي من المخاطرة + العائد من مخاطرة المستثمر + العائد من توقيت السوق + العائد من اختيار الأصل.

المكون الأول: يتوقع كل مدراء المحافظ تحقيق مثل هذا السعر rf.

المكون الثاني: يقيم مدير المحفظة درجة السماح بالمخـاطرة والتـي تقـاس بـ β . حيث يتوقع المستثمر عـائداً على المحفظة على الأقـل r_1، ويكـون العـائد مـن مخـاطرة المستثمر $(r_1 - rf)$.

المكون الثالث: ويطلق عليه أيضاً العائد من مخـاطرة مديـر المحفظـة. وذلـك لأن المدير اختار محفظة ذات β_p تختلف عن المتوقعة من المستثمر.

حيث يقوم المدير بالعمل في إستراتيجية توقيت السوق، حيـث محفظـة ذات β_p ، وعائد متوقع r_2 يكون العائد على توقيت السوق $r_2 - r_t$.

وتوقيت السوق النـاجح يزيـد β المحفظـة قبـل ارتفاعهـا فـي السـوق، ويخفـض β المحفظة قبل انخفاضها فـي السـوق. وعـبر الوقـت فإن التوقيـت النـاجح سيحقق فائضـاً عائداً على المحفظة. ولاختيار ذلك تستخدم الصيغة:

$$(r_m - rf_t) = a + b(r_{mt} - rf_t) + c(r_{mt} - rf_t)^2$$

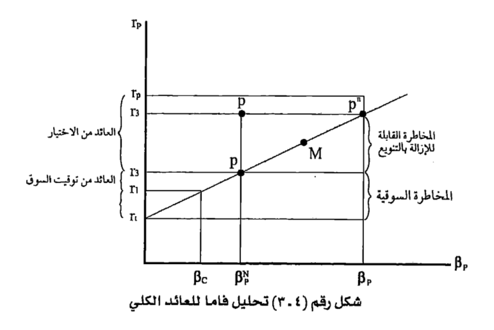
والمكون الرابع للعائد الكلي هو العائد على الاختيار وهو $(r_p - r_2)$.

والسؤال هل العـائد الفـائض يستحق المخـاطرة؟ للإجابة عـن هـذا السـؤال يجـب مقارنة المحفظة p مع محفظة أخرى تقع على خط سوق الأصـول، ولهـا نفـس المخـاطرة الكلية.

لنفترض أن هذه المحفظة `p . يتم إيجادها كما يلي:

لنفرض أن المخاطرة الكلية للمحفظة p و`p هـي $\delta_p^2 = 30$ باعتبـار أن `p تقـع علـى SML . ونعلـم أن كـل مخـاطرة `p غـير قابلـة للإزالـة عـبر التنويـع وهـذه المخــاطرة $(\beta_p^`)^2 \delta_m^2$ إذا كانت $\beta_m = 25$. ويتبع ذلك:

$$\beta_p = \delta_p / \delta_m$$
$$= 30/25^{1/2} = 1.1$$



شكل رقم (٤ ـ ٣) تحليل فاما للعائد الكلي

والعائد على المحفظة `p هو r2 (حيث بيتا `p هي `β) بينما العـائد على p هـو rp، وباعتبار أن r_p أكبر من r_2، فهذا يعني أن اختيار المحفظة p يستحق المخاطرة.

وقد تعرضت فكرة قياس أداء المحفظة للعديد من الانتقادات أهمها انتقادات (رول) عام ١٩٧٧ والتي يمكن ايجازها كما يلي:

١ ـ إن المحفظة السوقية يجب أن تتضمن كل الأصول. الموجودة وغير الموجودة في السوق (رأس المال البشري، الأرض، اللوحات الفنية، البيوت) وبالتالي فمن المستحيل أن تستوعب هذه المحفظة كل ذلك في الواقع العملي.

٢ ـ إذا كان CAPM صحيحاً، فإن المحفظة السوقية يجب أن تكون ذات كفاءة، وهذا يجعل كفاءة المحفظة السوقية ومصداقية CAPM فرضية مشتركة، وهذا يجعل من المستحيل اختبارها.

٣ ـ إذا تم استخدام مؤشر نقطة العلام، فإن أي ترتيب لأداء المحفظة ممكن بالاعتماد على أي علاقة غير كفء استخدمت. وهذا يعني أن CAPM لا يمكن استخدامه لتحليل أداء المحفظة.

الفصل الخامس
التوقي ضد مخاطر الاستثمار في أسواق المال

يدرس هذا الفصل وظيفة هامة هي التوقي[1] وإدارة المخاطر. والدور الذي تؤديه عقود الاختيار[2] والمستقبليات[3] والمبادلات[4] في أداء هذه الوظيفة.

١.٥ . الغاية من التوقي:

يهدف التوقي (إدارة الأزمات) إلى تحويل المخاطر من شخص أو شركة إلى شخص آخر أو شركة أخرى.

ويهتم الشخص الذي يقوم بالتوقي[5] بالتحركات التي تطرأ على أسعار الأصول، أو بالتقلبات التي قد تزيد المخاطر. فعلى سبيل المثال. إذا استشعر الشخص وجود مخاطرة فيما يتعلق بموقعه في سوق الأصول النقدية، فسوف يهتم بانخفاض الأسعار، ويسعى إلى وضع خطة لحماية نفسه من هذا الاحتمال.

وللقيام بهذا وتحويل المخاطرة أو معظمها إلى غيره؛ فإنه سوف يختار الأداة المناسبة للتوقي. والوسيلتان الأكثر ملاءمة للتوقي (الوسائل المشتقة من أصول سوق النقود) هما عقود المستقبليات المالية والخيارات المالية. والتوقي التام هو الذي يتم من خلاله وضع وسيلة، بحيث تكون تحركات سعرها مرتبطة تماماً وعكسياً مع تحركات الأسعار في سوق الأصول النقدية.

وفي كثير من الحالات يكون من الصعب إجراء توقٍ تام، بسبب عدم وجود أداة أو وسيلة للتوقي مرتبطة تماماً. وهنا يتم القيام بتوقٍ جزئي.

---

(1) Hedging.

(2) Options.

(3) Futures.

(4) Swaps.

(٥) Hedger وتجدر الإشارة إلى أن الكتابات العربية تستخدم المصطلح (Hedging) بمعنى التحوط ونستخدم هنا مصطلح التوقي لإيماننا بأنه يعبر بصورة أدق عما يحدث في أسواق المال من مفهوم التحوط.

تم تطوير المستقبليات والخيارات في السبعينيات من القرن العشرين استجابة للزيادات الكبيرة التي حدثت على أسعار الفائدة وتقلبات أسعار الصرف، والتي نجمت بدورها عن التخلي عن نظام ثبات أسعار الصرف والزيادة في معدلات التضخم العالمي.

والوسائل الأولى للتوقي صممت للتوقي ضد التحركات المتعاكسة لأسعار الفائدة وأسعار الصرف. وفيما بعد سمح توفير الخيارات على الأسهم الفردية والخيارات والمستقبليات على مؤشرات الأسهم، للتحركات في أسعار الأسهم بأن تخضع للتوقي.

وقبل تحديد وسائل التوقي واجبة الاستخدام، من الضروري تحديد مستوى المخاطرة. فأحياناً يكون لدينا أصل أو خصم وحيد يحتاج إلى ذلك. ولكن إذا كان لدى القائم بالتوقي كل من الأصول والخصوم في ميزانيته، يمكن عندها تقليل مستوى المخاطرة. من خلال وسائل توق حيادية عبر الميزانية.

وفيما يلي ندرس مثالاً توضيحياً عن بنك ميزانيته على الشكل التالي مرتبة وفقاً لأجل استحقاق الأصول والخصوم:

الاستحقاق (الأيام)	الأصول (بالدولار)	الخصوم (بالدولار)	الميزان الصافي قبل التوقي	الميزاني الصافي بعد التوقي
0 - 90	100	500	400	0
91 - 180	200	0	200	0
181 - 270	200	0	200	200
271 - 365	200	0	200	200
حساسية أسعار الفائدة	300	50	(250)	(250)

وتتكون الأصول من أذون الخزانة، القروض والملكية. أما الخصوم فتشمل الحسابات الجارية التي لا تدر فائدة، حسابات الودائع المولدة للفائدة، وشهادات الإيداع، وأسهم البنك. يبدو أن البنك ذا خصوم صافية (إفصاح سالب صاف) خلال أو 90 يوماً وصافي أصول (إفصاح موجب صاف) خلال الـ 90 يوماً التالية.

وبالتالي فإن البنك يهتم بأن يكون هناك تحرك معاكس في منحنى الغلة، حيث ترتفع معدلات الفائدة لمدة ثلاثة أشهر وانخفاضها لمدة ستة أشهر. وللوقاية من هذه المخاطرة. يجب أن يتوقى البنك بالنسبة لأوضاع فترة الـ 90 يوم و180 يوم.

حيث يصبح التوازن المكشوف الصافي صفراً (كما في العمود الأخير بالجدول).

وفيما يلي ندرس الطريقة التي تستخدم فيها الخيارات والمستقبليات كأدوات للتوقي.

٥ . ٢ . التوقي باستخدام عقود المستقبليات:

يمكن استخدام هذه العقود للوقاية من مخاطرة سعر الفائدة (طويلة وقصيرة الأجل) والمخاطرة السوقية ومخاطرة سعر الصرف. وسوف ندرس مفهوم التوقي بعقود المستقبليات لسعر الفائدة بالأجلين الطويل والقصير، ولمؤشرات الأسهم مع الأمثلة التوضيحية. وبنوعية التوقي التام والتوقي الجزئي.

٥-٢/أ-التوقي باستخدام عقود مستقبليات سعر الفائدة قصير الأجل:

يمكن دراسة التوقي بنوعيه: طويل الأجل وقصير الأجل.

نفترض أن شركة ما تتوقع تدفقاً نقدياً داخلاً بمقدار مليوني جنيه إسترليني خلال فترة شهرين، وسوف يتم استثمارها في حساب ودائع قصيرة الأجل. وتتوقع الشركة أن أسعار الفائدة قصيرة الأجل سوف تنخفض، لذا تعمد إلى التوقي ضد هذه المخاطرة من خلال شراء أربعة عقود مستقبليات بالإسترليني لثلاثة أشهر. بمعنى آخر تقوم الشركة بإجراء توق طويل الأجل:

والنتائج كما يلي:

التاريخ	سوق النقود	سوق المستقبليات
10 أبريل	معدل الإيداع = 11.5%	شراء 4 × 500000 £ عقود مستقبليات لثلاثة أشهر بسعر فائدة بالإسترليني وبمعدل 88.5 (100 - 11.5%).
15 يونيو	استثمار مليوني إسترليني في إيداع بالإسترليني لثلاثة أشهر بسعر إيداع 9%.	بيع 4 × 500000 £ عقود يونيو بمعدل 90.5 (100 - 9.5%).
	الخسارة في الفائدة $\left(\frac{0.11-0.09}{4}\right)\times \Sigma 2000000 = 10000\Sigma$	الربح على العقود = 4 عقود × 200 تحرك للنقطة × 12.5 £ لكل تحرك = 10000 £

وهذا عبارة عن توق تام، وكما توقعت الشركة انخفضت أسعار الفائدة بمعدل 2% مما أدى إلى دفع فوائد إضافية بمقدار 10000 إسترليني. وتحرك سعر المستقبليات وسعر النقود معاً. وأظهر موقف المستقبليات ربحاً مقداره 10000 إسترليني معوضاً الخسارة في سوق النقود.

ومثال آخر: نفترض أن الشركة سحبت قرضاً من بنك ما مقداره عشرة ملايين إسترليني بمعدل 1% فوق معدل الإيداع لثلاثة أشهر بالإسترليني بتدفقات ربعية. وبتاريخ التدفقات التالية يتوقع أن يكون سعر الفائدة أعلى، لذلك تقرر الشركة التوقي ضد هذه المخاطرة من خلال بيع 20 عقد مستقبليات سعر فائدة لمدة ثلاثة أشهر. بمعنى آخر تجري الشركة توقياً قصير الأجل.

والنتائج كما يلي:

التاريخ	سوق النقود	سوق المستقبليات
١٠ فبراير	سعر الاقتراض = (1% + 12%) 13%	بيع ٢٠ عقد × ٥٠٠ ألف بموجب عقود مستقبليات ذات أسعار فائدة لمدة ٣ أشهر (مارس).
١٠ مارس	تقترض الشركة ١٠ مليون إسترليني وبمعدل: لثلاثة أشهر بسعر ١٤٪ (1% + 13%)	88.75 (100% - 12.25%) شراء ٢٠ عقد × ٥٠٠ ألف / عقد مارس بسعر 86.75 (100% - 13.25%)
	الفائدة الإضافية = $1000000\times\left(\frac{0.14-0.13}{4}\right)$ $= 25000$	الربح على العقود = ٢٠ عقد × ١٠٠ حركة للنقطة × ٥٠ ,١٢ لكل نقطة = 25000 إسترليني.

ومرة أخرى نكون أمام توق تام: حيث إن سعر الفائدة الإضافية على القرض تتوافق مع الربح على المستقبليات بسعر إقراض 13% / ١٠ فبراير.

وبناء على ذلك فالقواعد البسيطة للتوقي بالمستقبليات:

١ - إذا كان النقد قصير الأجل (حيث يُتوقع تدفق نقدي داخل، ويُتخوف من ارتفاع أسعارها أو انخفاض أسعار الفائدة) عندئذ يتم شراء عقود المستقبليات (توق طويل الأجل).

٢ ـ إذا كان النقد طويل الأجل (حيث تتم حيازة النقود، ويتخوف من انخفاض أسعارها أو قيمتها أو ارتفاع أسعار الفائدة) عندئذ تباع عقود المستقبليات (توق قصير الأجل).

أما عدد عقود المستقبليات المطلوبة لإجراء التوقي فيتم تحديدها كما يلي:

يتم تكوين محفظة من الأصول النقدية ولموقف طويل الأجل، وآخر قصير الأجل في h وحدة من العقود المقابلة (حيث h تمثل نسبة التوقي) فإذا كان الموقف النقدي الأولي قصير الأجل، فلا بد أن تحوي المحفظة على موقف قصير الأجل في h وحدة من عقود المستقبليات، وتكون قيمة المحفظة الخاضعة للتوقي (V_h) في الحالة الأولى:

$$V^h = P^s - hpt \qquad (١)$$

حيث P_s = قيمة الأصل النقدي pt قيمة عقد المستقبليات. وتحدد النسبة المثلى للتوقي بصورة تضمن أن تكون المحفظة خالية من المخاطرة، وبمعنى آخر تحوي قيمة ثابتة مستقلة عما إذا كانت قيمة الأصل النقدي ترتفع أو تنخفض. وهذا بدوره يتطلب:

$$\Delta V^h = \Delta P^s - h\Delta\Delta p \qquad (٢)$$

حيث تشير إلى التغير في القيمة. وبالتالي تتحدد نسبة التوقي بالعلاقة التالية:

$$h = \frac{\Delta P^s}{\Delta Pf} \qquad (٣)$$

ويعطي عقد عقود المستقبليات الضروري للتوقي للتأمين على النقود كما يلي:

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية لعقود المستقبليات}} \times h \qquad (٤)$$

إن عدد العقود يساوي نسبة التوقي بعد موازنتها بالنسبة بين القيمة الأصلية للكشف النقدي والقيمة الأصلية لعقود المستقبليات. (لاحظ أنه في حالة عقود أسعار الفائدة المذكورة أعلاه h = 1 وسعر المستقبليات هناك تحرك بالتوافق مع سعر الأصل النقدي السوقي) ويعد تحديد عدد العقود بهذه الطريقة سيكون التوقي تاماً (وهو خال من المخاطرة بالنسبة للتغيرات الصغيرة في أسعار الأصول) وفي الواقع العملي، قد لا يكون بالإمكان إجراء توق تام، وبالتالي قد يكون الموقف النقدي خاضعاً لتوق جزئي.

لقد درسنا التوقي باستخدام الأدوات المرتبطة تماماً مع الأصول النقدية الأساسية والتي لها نفس تاريخ الاستحقاق. والتوقي الذي يتضمن نفس الأصل الذي يتضمنه الأصل الذي جرى له التوقي يدعى (التوقي المباشر)، وعملياً قد لا يكون من الممكن التوقي باستخدام أدوات التوقي التي ترتبط تماماً مع الأصل النقدي وله نفس أجل الاستحقاق.

والتوقي الذي تتضمن فيه أدوات التوقي أصولاً مختلفة عن الأصل الذي جرى له التوقي يدعى التوقي المقطعي[1]، وفي هذه الحالة لابد من إجراء عدد من التعديلات على نسبة التوقي.

وبهذه التعديلات يتحدد عدد العقود بالصيغة التالية:

(٥)

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية لعقود المستقبليات}} \times \text{نسبة مكافئ النقود} \times \text{معامل الانحدار}$$

وبذلك فإن نسبة التوقي h تساوي إلى نتيجة نسبة المكافئ النقدي ومعامل الانحدار. وقيمة a مكافئ النقود تقيس التغير في سعر عقود المستقبليات، أو تقيس الأصل النقدي في استجابته للتغير في أسعار الفائدة. وهذا يختلف باختلاف أجل الاستحقاق.

فعلى سبيل المثال: يمكن تحديد قيمة مكافئ النقود لسعر فائدة ١٪ بالنسبة لعقد حجمه ٥٠٠ ألف إسترليني كما يلي:

	قيمة المكافىء النقدي / إسترليني/
سنة واحدة	50.00
تسعة أشهر	37.50
ستة أشهر	25.00
ثلاثة أشهر	12.50
شهر واحد	4.17

ونسبة مكافئ النقود هي النسبة بين قيمين من مكافئ النقود. مثلاً: لإجراء توق لأصل نقدي لستة أشهر بعقود مستقبليات ثلاثة أشهر، ستكون نسبة مكافئ النقود

(1) Gross - Hedge.

^{2}(12.2/25) وكل أصل نقدي يحتاج إلى عقدي مستقبليات لأن أصلاً لستة أشهر يستجيب لتغيرات أسعار الفائدة أكثر بمرتين من عقود الثلاثة أشهر.

ويقيس معامل الانحدار استجابة سعر النقود إلى سعر المستقبليات. لنفترض أننا نجري توقياً لشهادات إيداع ستة أشهر بعقود مستقبليات أسعار فائدة لثلاثة أشهر. ونفترض أن انحدار معدل شهادة الإيداع على معدل المستقبليات تعطي:

معدل شهادة الإيداع لستة أشهر = 0.12 + 0.95 × (معدل الإيداع للمستقبليات لثلاثة أشهر).

مع معامل ارتباط $R2 = 0.93$. وهذا يعني أنه إذا ارتفع معدل المستقبليات بمعدل ١٪ سوف يرتفع معدل شهادات الإيداع بمعدل 0.95٪ متضمناً أن شهادات إيداع لستة أشهر أقل استجابة لتغيرات أسعار الفائدة من مستقبليات الإيداع لمدة ثلاثة أشهر حيث:

$$h = \frac{\Delta 6 - \text{month} \;\; \text{CD} \;\; \text{Reate}}{\Delta 3 - \text{month} \;\; \text{Deposit} \;\; \text{Rate}} = 0.95$$

٥.٢./ب. التوقي بعقود مستقبليات مؤشرات الأسهم:

يمكن استخدام هذه العقود للتوقي ضد المخاطرة السوقية الناشئة من حيازة محفظة الأسهم.

لنفرض أننا في ١/ ٤ أمام حالة مدير صندوق تقاعدي غير متيقن حول ما إذا كان السوق سيكون صاعداً خلال الأشهر الثلاثة القادمة. ويرغب بإجراء التوقي لمبالغ مليون دولار في المحفظة التي يديرها. والتي قدرت قيمة مخاطرتها $\beta = 1.15$.

وفي ١١ أبريل وقف مؤشر الأسهم عند 2204.1 نقطة. وقيمة عقد يونيو 2300. ولأن مدير الصندوق ذو موقف طويل الأجل في سوق النقود، يجب أن يكون موقفه قصير الأجل في سوق المستقبليات لوقاية المحفظة.

وبالتالي يتعين على هذا المدير أن يحسب عدد العقود المستقبلية (المستقبليات) التي يجب بيعها لوقاية ذلك المبلغ. وكذلك عليه أن يحسب تكاليف إجراءات التوقي وقيمة المحفظة.

وحيث إن قيمة كل Tick (تحرك كل نقطة) في العقد تستحق $25. فإن المدير بحاجة إلى بيع عقود مستقبليات وفقاً للقاعدة التالية:

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية لعقود المستقبليات}} \times \beta_P$$

$$= \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{قيمة تحرك النقطة} \times \text{سعر عقود المستقبليات}} \times \beta_P$$

وبمعرفة أن بيتا المحفظة Bp تمثل نسبة التوقي وباستخدام بيانات المثال الافتراضي، يمكن حساب عدد العقود التي سيبيعها المدير:

$$\text{عدد العقود} = \frac{1000000}{2300 \times 25} \times 1.015 = 20 \text{ عقداً (يونيو)}$$

ولأن 1 ⟨ β يجب أن يكون التوقي تاماً خلافاً للحالة التي تتوافق فيها المحفظة مع مؤشر السوق حيث 1 = β والحد الأولي للعقد 2500$ والتكلفة الكلية لبيع العقود ستكون 50000 $ (20 × 2500) وتقوم قيمة المحفظة على قيمة مؤشر عقد يونيو وهو 2300. ويدرك مدير المحفظة أنه مهما حدث لمؤشر سوق النقود بين ١ أبريل و٣٠ يونيو.

ستكون قيمة المحفظة في ٣٠ يونيو محددة كما يلي:

القيمة النهائية للصندوق الخاضع للتوقي = القيمة الأولية للصندوق الخاضع للتوقي × $\left[\beta_P \times \frac{(1Epril)P_s - Pf(1Epril)}{(1Epril)P^s} + 1\right]$

حيث: pf = مؤشر المستقبليات أو السعر.

Ps = مؤشر النقود أو السعر.

وبالتطبيق:

$$\text{القيمة النهائية للصندوق} = \$1000000 \times \left[(1.15 \times \frac{2204 - 2300}{2204.1}) + 1\right]$$

$$= 1000036.3\$$$

ولا يستطيع مدير الصندوق استخدام عقود المستقبليات لاحتواء القيمة الجارية لمؤشر النقود. فهو فقط قادر على احتواء القيمة الحالية. لمؤشر المستقبليات لـ ٣٠ يونيو. وإضافة إلى ذلك باعتبار أن المحفظة أكبر من واحد فإن القيمة النهائية للمحفظة ستكون أكثر تقلباً من مؤشر النقود في هذه الحالة القيمة النهائية للمؤشر هي ٣٥,٤٪ أكثر من (فوق) القيمة الأولية. حيث المحفظة نفسها أكبر بمعدل ٥٪.

فإذا ارتفع المؤشر بين ١ أبريل و٣٠ يونيو فإن قيمة محفظة النقود ترتفع بمبلغ يعوض الانخفاض من قيمة عقود المستقبليات. ويحدث العكس إذا انخفض المؤشر خلال الفترة.

ويمكن رؤية هذا بالنظر إلى الناتج على ٣٠ يونيو في ظل سيناريوهين مختلفين للمؤشر: الأول ينشأ من ارتفاع في المؤشر إلى ٢٧٠٠، والثاني من الانخفاض في المؤشر إلى ١٧٠٠. وبناء على السيناريو الأول سوف ترتفع قيمة محفظة النقود إلى:

$$\text{القيمة النهائية لصنوق النقود} = \text{القيمة الأولية للنقود} \times \left[1 + \left(\frac{P^s(\text{٣٠ يونيو}) - P^s(\text{أبريل})}{P^s(\text{١ أبريل})}\right) \times \beta_p\right]$$

$$\cong \text{القيمة الأولية للنقود} \times \left[1 + \left(\frac{P^f(\text{١ أبريل}) - P^s(\text{١أبريل})}{P^s(\text{١ أبريل})}\right) \times \beta_p\right.$$

$$\left. + \left(\beta_p \times \frac{P^s(\text{١ أبريل}) - P^f(\text{١أبريل})}{P^f(\text{١ أبريل})}\right)\right]$$

$$\text{القيمة النهائية النقود} = ١٠٠٠٠٠٠ \times \left[1 + \left(\frac{٢٣٠٠ - ٢٢٠٤,١}{٢٢٠٤,١} \times ١,١٥\right)\right.$$

$$\left. + \left(\frac{٢٧٠٠ - ٢٣٠٠}{٢٣٠٠} \times ١,١٥\right)\right]$$

= ١,٢٥٠٠٣٦٣٠ جنيه استرليني أو دولار

هذه الصيغة تحلل التغير الكلي في قيمة المحفظة النقدية إلى مؤشرين مؤشر النقود الأولية ومؤشر المستقبليات الأولية. والتفريق بين مؤشر المستقبليات الأولي ومؤشر العقود النهائية.

أما عن الخسائر إن موقف المستقبليات، ولأنه قصير الأجل، سيظهر خسارة تساوي.

خسارة على موقف المستقبليات =

$$- [\text{عدد العقود} \times \text{قيمة تحرك كل نقطة Tick} \times (P^2(\text{٣٠ يونيو}) - P^f(\text{١ أبريل}))]$$

$$= - \left[\frac{\text{القيمة الأولية لصندوق النقود}}{\text{قيمة تحرك كل نقطة } P^s_x(\text{١ أبريل})} \times \beta_p \times \text{قيمة تحرك النقطة}\right.$$

$$\left. \times\, P^s(\text{٣٠ يونيو}) - P^f(\text{١ أبريل})\right]$$

$$= - \left[\text{القيمة الأولية لصندوق النقود} \times \left(\frac{P^s(\text{٣٠ يونيو}) - P^f(\text{١أبريل})}{P^f(\text{١ أبريل})}\right) \times \beta_p\right]$$

وباستخدام الخط الأول من المعادلة السابقة .

الخسارة في موقف المستقبليات =

$٢٠٠٠٠٠٠ - = [(٢٣٠٠ - ٢٧٠٠) × $٢٥ × ٢٠] -

وتعطي القيمة النهائية للمحفظة الخاضعة للتوقي في ٣٠ يونيو من جمع المعادلتين (١) و(٢) معاً فإن الخسارة تعطى كما يلي :

الخسارة النهائية للنقود الخاضعة للتوقي =

.$٤٠٥٠٠٣٦٣٠ = $٢٠٠٠٠٠٠ - $١,٢٥٠,٠٣٦,٣٠

وفي ظل السيناريو الثاني فإن قيمة محفظة النقود ستخفض إلى :

القيمة النهائية لصندوق النقد =

$$75003630=\left[(1.15\times\frac{2300-1700}{2300})+(1.15\times\frac{2204.1-2300}{2204.1})+1\right]\times1000000$$ دولار

وسوف يظهر موقف المستقبليات ربحاً قدره :

الربح من موقف المستقبليات = - [20 × 25 × (2300 - 1700)] = $300000

والقيمة النهائية للمحفظة الخاضعة للتوقي في ٣٠ يونيو هي :

(300000 + 75003630) 105003630

وبذلك وفي ظل كلا السيناريوهين، إن وجود عقود المستقبليات لمؤشر الأسهم يسمح لمدير المحفظة في أبريل أن يزيد قيمة محفظته في ٣٠ يونيو. والتوقي هنا تام، ذلك لأن القيمة النهائية للمحفظة الخاضعة للتوقي لم يعتمد على القيمة النهائية لمؤشر النقود في ٣٠ يونيو. وكذلك كانت القيمة النهائية للنقود مؤكدة في ١ أبريل بصرف النظر عما حدث لمؤشر النقود. ولا يعني هذا أنه سواء لدى مدير المحفظة أين ينتهي مؤشر النقود.

أما كفاءة التوقي فيتم قياسها بالصيغة التالية :

$$\text{كفاءة التوقي} = \frac{\text{الربح (الخسارة) في موقف المستقبليات}}{\text{الربح (الخسارة) من الكشف النقدي}}$$

في السيناريو الأول :

$$\text{كفاءة التوقي} = \frac{200000}{25003630} = \%80$$

في السيناريو الثاني :

$$\text{كفاءة التوقي} = \frac{300000}{24996370} = \%80$$

ورغم أن التوقي في الحالتين كان تاماً إلا أن كفاءته مختلفة .

التوقي الجزئي:

درسنا كيف يقوم مدير المحفظة بإجراءات التوقي لكل ما في محفظته ، لإزالة المخاطرة السوقية المنطوية عليها . وبإمكانه إجراء التوقي لجزء من المحفظة فقط ، حيث التوقي الجزئي يكافئ الإدارة الفعالة للمحفظة .

والإستراتيجيات الفعالة للمحفظة المعبرة عن التوقي الجزئي هي : تغيير تخصيص الأصول . . توقيت السوق . . اختيار الأصل .

والطريقة البسيطة وغير المكلفة لتغيير تخصيص الأصول بين الأسهم والسندات والأصول النقدية ، من خلال شراء وبيع عقود المستقبليات . لنفترض أن مدير المحفظة أراد زيادة نسبة الأسهم في محفظته ، فبإمكانه فعل ذلك من خلال شراء عقود مستقبليات مؤشر الأسهم ، حيث ينظر إلى أسعار الأسهم قبل شرائها في السوق ، وهذه الإستراتيجية تدعى (ما قبل أخذ الموقف) .

أما توقيت السوق في محفظة الأسهم فتكافئ التغيير في قيمة بيتا ، بالاعتماد على ما إذا كانت السوق صاعدة أو هابطة . وهذه الإستراتيجية ذات تكاليف معاملات مرتفعة . ويمكن الحصول على نفس النتائج باستخدام عقود مستقبليات مؤشر الأسهم . ويلاحظ ذلك من مثال التوقي التام السابق . فالمحفظة التي تم إجراء توق تام لها من خلال بيع ٢٠ عقد مستقبليات لم تكن حساسة تماماً لتحركات السوق ، وكذلك لم تكن بيتا تساوي الصفر حساسة مثل ذلك الأصل خالي المخاطرة . ولكن أية بيتا للمحفظة يمكن تحقيقها بالاستخدام المناسب لعقود المستقبليات . أية بيتا المحفظة للمستقبليات (β_{pf}) تعطى بالعلاقة :

$$\beta_{pf} = \beta_p = \theta_f \beta_f$$

حيث : $\theta_f \beta_f / \beta_p$ هي نسبة المحفظة المعطاة بعقود المستقبليات ($\theta_f \rangle 0$) إذا كانت المستقبليات مشتراة . ($0 \rangle \theta_f$) إذا تم بيع المستقبليات) β_f هي بيتا عقد المستقبليات .

ولكن في الواقع، تكون عقود المستقبليات مؤشر الأسهم أكثر تقلباً من المؤشر الرئيسي أي أن $\beta_f = 1.1$ تقريباً).

وفي المثال المذكور أعلاه، إن محفظة ذات $\beta = 0.8$ يمكن تحقيقها من خلال بيع ستة عقود مستقبليات (بإعطاء $\theta_f = 0.35$) بينما محفظة ذات $\beta = 2$ يمكن الحصول عليها بشراء 15 عقد مستقبليات (بإعطاء $\theta_f = 0.85$).

الإستراتيجية الثالثة الفعالة هي اختيار الأصل. إن مستقبليات مؤشر الأسهم تسمح لمدير المحفظة الذي يمتلك مهارة معينة باختيار الأصل لفصل هذا النشاط عن توقيت السوق. ومن خلال حيازة موقف طويل الأجل في الأسهم، وموقف قصير الأجل ملائم في مستقبليات مؤشر الأسهم، يمكن لمدير المحفظة أن يزيل أية مخاطرة سوقية ناتجة عن حيازة الأسهم مع بقاء المخاطرة الخاصة. وسوف يقوم بذلك إذا ما اعتقد وجود سهم معين يقوّم بأقل من سعرة بالنسبة للسوق. وبمعنى آخر سوف يكون أمام bet أداء نسبي، وسوف يكون محفظة أداء نسبي. فإذا كان على حق فسوف يكسب عائداً ملائماً لاختيار الأصل.

ومع عقود المستقبليات مؤشر الأسهم، من الممكن إجراء التوقي ضد المخاطرة السوقية للمحفظة، ولكن وليس للمخاطرة الخاصة الموجودة في الأسهم الفردية في المحفظة.

وللتوقي ضد مثل هذه المخاطرة غير المنتظمة، من الضروري استخدام الخيارات كما سنرى فيما بعد.

٢.٥/ج.التوقي بإجراء عقود مستقبليات أسعار الفائدة طويلة الأجل:

التوقي التام:

يمكن استخدام عقود مستقبليات السندات للتوقي ضد المخاطرة السوقية الناتجة عن حيازة محفظة من السندات.

والمخاطرة السوقية التي تواجه مديري المحافظ المكونة من السندات هي مخاطرة سعر الفائدة.

لتفترض أن مدير المحفظة يعتقد أن أسعار الفائدة سترتفع، وبالنتيجة سوف تنخفض قيمة سنداته في المحفظة. ومن البدائل أن يقوم ببيع سنداته ثم يعيد شراءها بعد

أن ترتفع أسعار الفائدة. ولكن ذلك يترتب عليه تكاليف معاملات كبيرة، وليس هناك ما يضمن أن يكون قادراً على إعادة شراء سنداته.

وهناك طريقة أقل تكلفة تتضمن أن تستخدم عقود المستقبليات طويلة الأجل. ونعلم أن عقد المستقبليات يتم تسعيره بعيداًعن السند الأرخص عند تاريخ الاستلام. فإذا كان السند الأرخص متغيراً. سوف يتغير سعر المستقبليات وبنفس الاتجاه. وستكون العلاقة بين التغيرات في سعر المستقبليات وسعر السند الأرخص عند الاستلام كما يلي:

$$\Delta pf = \frac{1}{PF_{C+D}} \Delta PCTD$$

حيث: Δpf = التغير في سعر عقد المستقبليات طويل الأجل.

$\Delta PCTD$ = التغير في سعر السند الأرخص عند الاستلام.

PFCTD = عامل سعر السند الأرخص عند الاستلام.

ويتبع ذلك أن سعر المستقبليات يتحرك بأقل من السند النقدي. إذا تجاوز عامل السعر (PF_{CTD}) الواحد وبأكثر من الواحد خلافاً لذلك.

ويمكن استخدام هذه الصيغة لإجراء توق للسندات الأرخص عند الاستلام.

مثال: نفترض أنه في ١ أبريل توقع مدير صندوق تقاعدي الحصول على تدفقات نقدية داخلة حوالي 1.20 مليون دولار خلال شهرين. وهو يميل للاستثمار في السندات الأرخص عند الاستلام. (والتي نفترض أنها سندات خزينة بسعر فائدة 12.5% وعامل السعر 1.3032131 والتبادل الجاري عند 118 دولار لكل 100 دولار). ويحتاج إلى إجراء توق لتغطية مركزه المكشوف من خلال شراء عقود مستقبليات. فيقوم بشراء عقود يونيو وفقاً للصيغة التالية:

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية لعقود المستقبليات}} \times PF_{CTD}$$

حيث: $h = PF_{CTD}$ هي نسبة التوقي

$$\text{وحيث إن القيمة الأصلية للكشف النقدي} = \frac{\text{القيمة السوقية للكشف النقدي}}{PF_{CTD}}$$

حيث P_{CTD} = سعر السند الأرخص عند الاستلام.

عدد العقود = $\frac{\$1000000}{\$50000} \times 1.3032131 = 26$

النقطة الأولى في هذه المعادلة (عدد العقود) هي أن عدد العقود يعتمد على القيمة الأصلية لعقد المستقبليات وعلى القيمة الأصلية للكشف النقدي، حيث P_{CTD} هي 118$ لكل 100$ اسمي. والكشف الاسمي الذي يساوي حوالي مليون (مليون = ١,٢ مليون / ١,١٨).

والنقطة الثانية، لأن PF_{CTD} يتجاوز الواحد فإن سعر المستقبليات سيكون أقل تقلباً من سعر السند النقدي. ولإجراء التوقي للكشف، يقوم مدير المحفظة بشراء ٢٦ عقداً ويؤدي عامل السعر في التوقي طويل الأجل، نفس الدور الذي يؤديه معامل الانحدار في التوقي قصير الأجل (معادلة رقم (٥)).

في ١ يونيو يصل التدفق النقدي الداخل ويبيع مدير المحفظة ٢٦ عقداً. ويكون موقفه محصناً كما تظهر الحسابات التالية:

في ١ أبريل سعر المستقبليات 91.66 وسعر أوراق الخزينة 118 $ مع عامل سعر 1.3032131، ويخاف مدير المحفظة من التحركات العكسية في سعر السند. خلال الشهرين التاليين. ويزداد سعر السند الأرخص عند الاستلام 120.125 ويكون سعر المستقبليات 93.3259. وتكلفة شراء مليون $ اسمياً من الخزينة هو 1201250 وزيادة 21.250$ (1.80000-120125) كزيادة على تكاليف أبريل. وبالتالي فإن عقود المستقبليات تحقق ربحاً:

ربح المستقبليات = عدد العقود × قيمة الـ Tick × (Pf (١ يونيو) – Pf (١ أبريل)

$= 26 \times \$500 \times (93.3259 - 91.66) = \$21.65670$

التوقي الجزئي:

يتم التوقي لمخاطرة تغير سعر الصرف باستخدام عقود المستقبليات للنقود، ولتوضيح ذلك ندرس حالة مدير محفظة يتوقع مدفوعات عوائد الأسهم على استثمارات مقدارها ٣ مليون دولار.

نفرض أن ١ أبريل الآن، وأن العوائد الموزعة تدفع في ١ يونيو. ويتوقع مدير المحفظة أن الإسترليني سوف يرتفع مقابل الدولار خلال الفترة (من ١ أبريل إلى ١ يونيو). ولكي يتوقي ضد هذه المخاطرة. سيقوم بشراء عقود مستقبليات الجنيه الإسترليني. (نفترض أنه في ١ أبريل كان سعر الصرف 1.75$ لكل جنيه إسترليني، وأن سعر عقد المستقبليات في يونيو هو 1.77$. وعند سعر الصرف المذكور تكون قيمة العوائد الموزعة ١,٧١٤٢٨٥٧١ جنيه (٣٠٠٠٠٠٠$/ ١,٧٥$) وعدد عقود الإسترليني الضرورية للتوقي من هذا الكشف أو الانكشاف يتحدد كما يلي:

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي (بالإسترليني)}}{\text{القيمة الأصلية لعقود المستقبليات (بالإسترليني)}}$$

$$= \frac{1.71428571}{£25000} \cong 69$$

وكذلك فإن الكشف قصير الأجل لـ ١٧١٤٢٨٥٧١ يمكن إجراء التوقي له من خلال شراء ٦٩ عقد مستقبليات بالإسترليني. وقيمة العقود بالإسترليني ١٧٢٥٠٠٠ (٦٩ × ٢٥٠٠٠ E) وقيمة الدولار ٣٠٥٣٢٥٠$ (٧٢٥٠٠٠ إسترليني × ١,٧٧$) في ١ يونيو ارتفع سعر الصرف إلى ١,٨٢$، وسعر المستقبليات ارتفع إلى E ١,٨٣، وحصل مدير المحفظة على ٣ مليون $ كعوائد موزعة. ويعمل على تحويل هذا المبلغ إلى الإسترليني ويبيع ٦٩ عقد مستقبليات بالإسترليني.

وقيمة العوائد الموزعة بالإسترليني في ١ يونيو ١,٦٤٨٣٥١٦٥ (٣٠٠٠٠٠٠$/ ١,٨٢$) ممثلة خسارة نقدية بقيمتها في ١ أبريل بمقدار:

الخسارة = الخسارة = ١,٧١٤٢٨٥٧١ £ – ١٦٤٨٣٥١٦٥ £ = ٦٥٩٣٤,٦ E

ويكون موقف المستقبليات من جهة أخرى قد حقق ربحاً:

الربح من المستقبليات =

[٦٩ عقداً × ٢٠٥٠ (تحرك كل نقطة Tick) × ١,٨٣$ – ١,٧٧$ / ٠,٠٠٠١ Ticks)]

= ٦٩ عقداً × ٢,٥٠ Tick × ٦٠٠ Tick

= ١٠٣٥٠٠$ = ٥٦٨٦٨,١٣£ (١٠٣,٥٠٠$/ ١٠٨٢$)

كفاءة التوقي = $\frac{\pounds5686813}{\pounds6593404} = \%86.25$

وبذلك فإن الربح الذي تحققه عقود المستقبليات لا يغطي الخسارة في النقود الناتجة عن تغير سعر الصرف. ويعود ذلك إلى: إن من الصعب إجراء توق للقيمة الدقيقة للكشف النقدي باستخدام عقود المستقبليات، حيث إن مدير المحفظة سوف يستخدم ٦٨,٥٧ عقداً، ولكنه ملزم باستخدام ٦٩ عقداً فقط. إن التوقي كان مبالغاً به.

٣.٥. التوقي باستخدام عقود الخيارات:

الخيارات عبارة عن عقد يجري بين طرفين (بائع ومشتر) وهي نوعان:

أ. **خيارات الشراء:** وفيه يلتزم بائع الخيار بمنح مشتريه الحق في شراء أصل معين، وبسعر متفق عليه وفي موعد محدد في المستقبل (بالنسبة للخيارات الأوربية)، أو قبل حلول الموعد المحدد (بالنسبة للخيارات الأمريكية) ويقوم مشتري الخيار بدفع مبلغ من المال إلى بائعه كمكافأة له على تعهده ببيع الأصل في المستقبل بالسعر المتفق عليه.

ب. **خيارات البيع:** وهو التزام يمنح بموجبه بائع الخيار إلى مشتريه الحق في بيع أصل معين بسعر محدد في المستقبل. ويدفع المشتري إلى البائع مبلغاً من المال كمكافأة على تعهد الأخير شراء الأصل في المستقبل بالسعر المتفق عليه.

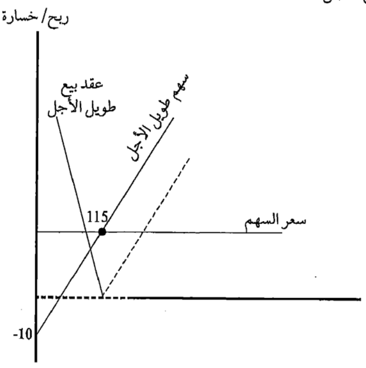
والفكرة في خيارات الشراء تكمن في اعتقاد مشتري الخيار بأن سعر الأصل سوف يكون في الفترة المتعاقد عليها أعلى من السعر المتعاقد عليه مضافاً إليه المبلغ الذي دفعه إلى بائع الخيار. أما في خيارات البيع تكمن الفكرة في تكهن البائع أن السعر الحالي للأصل مضافاً إليه المبلغ الذي حصل عليه من المشتري أعلى من السعر المستقبلي.

وتعتبر الخيارات بديلاً أكثر مرونة من المستقبليات، كأدوات للتوقي ضد المخاطر، فعقود المستقبليات تستخدم عندما يكون مقدار الكشف النقدي وتوقيته معروفين بصورة كبيرة، وعقد المستقبليات يقفل سعر مقدار ما من الأصل في تاريخ محدد مستقبلاً. أما الخيارات فيمكن استخدامها سواء أكان مقدار الكشف النقدي وتوقيته معروفين أم لا. وكذلك تستخدم عندما يريد مدير المحفظة أن يتحصن ضد التغيرات المعاكسة في الأسعار، ولكنه يود الاستفادة من تحركات السعر المفضلة. وحتى يكون بإمكان المدير إجراء التوقي ضد مخاطر

تقلبات أسعار الفائدة ومخاطر السوق وأسعار الصرف. يمكن أن يستخدم الخيارات للتوقي ضد مخاطرة تنطوي عليها الأصول الفردية.

٢.٥ / أ. التوقي باستخدام عقود الخيارات للأسهم الفردية

إن أسهل طريقة يمكن لمدير المحفظة استخدامها ليتوقى بموقف طويل الأجل في الأسهم هي أن يشتري خيار بيع. ويظهر الشكل (٥ ـ ١) الربح والخسارة عندما تكون تكاليف خيار البيع 10$ وسعر السهم الذي يتم تداوله 115$. ويحقق ربحاً إذا ارتفع سعر السهم إلى أعلى من 155$. وهذه الخسارة (أو الربح) هي نفسها كما في خيار الشراء طويل الأجل. بمعنى أن التوليفة المكونة من السهم وخيار البيع طويل الأجل تكافئ خيار الشراء طويل الأجل.



شكل (٥ . ١) التوقي الثابت باستخدام خيار بيع طويل الأجل

وأمام مدير المحفظة عدة خيارات لإجراء التوقي لمحفظة مكونة من الأسهم. فيمكنه حيازة أسهم وشراء خيار بيع. وكذلك يمكنه بيع أسهم وشراء خيار شراء. ويختار أيهما أقل تكلفة آخذاً بالاعتبار تكلفة الحيازة.

فعلى سبيل المثال: في ١ أبريل يتم تداول سهم بسعر 115 $، ويتم تداول عقد شراء يونيو 115$ عند سعر 12$ وعقد بيع يونيو 115$ عند 10$ وسعر الفائدة خال المخاطرة 10٪، والسهم ذو عوائد سنوية موزعة 6%، ونكون أمام بديلين للقيام بالتوقي:

الأول: القيام بحيازة السهم وكسب العوائد الموزعة، ثم شراء خيار بيع. وتكون التدفقات النقدية لكل سهم كما تبدو في ٣٠ يونيو كما يلي:

شراء 115 خيار بيع في ١ أبريل × عامل الفائدة × العوائد الموزعة على السهم في ٣٠ يونيو

$$\frac{(365/91)0.06]\times 5/5}{-8.53P}[(365.91)0.1+1]\times 10-$$

الثاني: يتضمن بيع أسهم واستثمار الفوائض بمعدل 10٪ وشراء خيارات الشراء.

ويكون صافي التدفق النقدي لكل سهم من هذا الموقف كما يبدو في ٣٠ يونيو كما يلي:

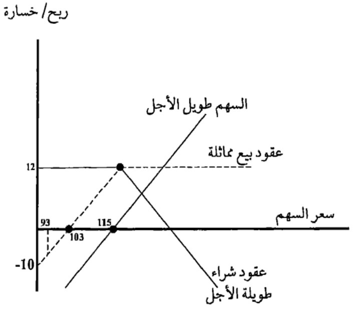
الفائدة على بيع السهم 115 × [0.1 (91 / 365)

شراء 115 خيار شراء من ١ أبريل × عامل الفائدة $\frac{[(365/91)0.1+1]\times 12-}{9.43-}$

كما يتضح فإن البديل الأول أقل تكلفة من الثاني، وبالتالي فهو المفضل. وهو يتضمن مجموعة واحدة من تكاليف المعاملات. والبديل الثاني ينطوي على مخاطرة عدم القدرة على إعادة شراء أسهم في نهاية يونيو، خاصة إذا ما تم بيع كمية كبيرة في ١ أبريل حتى نهاية يونيو، حيث قد تكون الأسهم غير متوفرة بكمية كبيرة في السوق من أجل إعادة الشراء. كما أن السوق قد تكون ضعيفة فيما يتعلق بتلك الأسهم.

ولتفادي تكاليف المخاطر المرافقة لبيع الأصل الأساسي هناك بديل آخر للتوقي يتمثل في بيع الأصل وشراء خيارات الشراء، للإبقاء على الأصل والخيارات. ويتضح ذلك في الشكل (٥ ـ ٢) حيث يظهر التوليفة التي تمثل عقد بيع قصير الأجل لحماية المحفظة من الانخفاض في سعر السهم، حيث إن العلاوة المكتسبة من خيار الشراء هي 12p وهذا يحمي من انخفاض 12p في سعر السهم.

وبمقارنة الشكلين (٥ ـ ١) (٥ ـ ٢) يصبح من الواضح أن سعر السهم سوف ينخفض إلى أقل من 93p قبل التوقي بخيارات الشراء قصيرة الأجل، والذي يقود إلى خسائر كبيرة أكبر من خسائر التوقي بخيارات البيع طويل الأجل.



شكل (٥ . ٢) التوقي الثابت باستخدام عقود بيع قصيرة الأجل

وعلاوة على ذلك فإن عقد خيار البيع طويل الأجل، يوفر حماية تامة.

وإذا ما قارنا الشكلين (٥ ـ ١) و(٥ ـ ٢) يمكن ملاحظة أن الربح من خيار الشراء قصير الأجل (الشكل الأخير) محدود حتى P_{12} مهما يكن الارتفاع في سعر السهم، بينما في خيار البيع طويل الأجل (الشكل قبل الأخير) احتمال الارتفاع غير محدد. وبناء على ذلك هناك عدة قواعد للتوقي باستخدام الخيارات:

أ ـ إذا تأثر الموقف النقدي بصورة عكسية بانخفاض الأسعار، يتم شراء خيار البيع أو بيع خيارات الشراء.

ب ـ إذا تأثر الموقف النقدي عكسياً بارتفاع الأسعار، يتم بيع خيارات البيع أو شراء خيارات الشراء.

والسؤال: متى يكون استخدام عقود الخيارات أفضل من استخدام المستقبليات؟

تعتمد الإجابة على ما إذا كان الكشف معبراً عنه بالمبلغ النقدي والتوقيت مؤكداً أو غير مؤكد، وعلى ما إذا كان الكشف منتظماً أو غير منتظم.

يكون الكشف مؤكداً (من حيث مبلغه وتوقيته) بالنسبة لمصدِّر يبيع السلع بالدولار في تاريخ مستقبلي ويرغب بضمان قيمة الإسترليني لهذه الصادرات وفي هذه الحالة، فإن عقود

مستقبليات العملة أو العقد الفوري تكون أداة مناسبة للتوقي، ومن جهة أخرى، إن مدير المحفظة يريد تقليل تقلبات قيمة المحفظة من خلال توق جزئي يواجه كشفاً غير مؤكد خلال فترة زمنية غير مؤكدة، وفي هذه الحالة يكون عقد الخيارات ملائماً كأداة للتوقي.

يكون الكشف منتظماً عندما يستجيب، بصورة متساوية، للارتفاع والانخفاض في سعر الأصل الأساسي. وهذا يعني أن السعر يتحرك في اتجاه واحد مما يفيد الموقف النقدي، بينما تحرك السعر في الاتجاه المعاكس سيضر بالموقف النقدي، ويرغب المتوقي بحماية نفسه ضد الاحتمال الثاني، وفي هذه الحالة تكون عقود المستقبليات أداة ملائمة للتوقي.

ويكون الكشف غير منتظم عندما يتضرر الموقف النقدي بتحرك السعر في اتجاه واحد. ولكنه لا يفيد من تحرك السعر في الاتجاه المعاكس. ومثال ذلك بنك قدم سعر فائدة كضمان للمقترض: البنك سوف يخسر إذا انخفضت أسعار الفائدة. ولكنه لا يستفيد إذا ارتفعت أسعار الفائدة. وهنا يكون عقد الخيارات ملائماً كأداة للتوقي.

وحالما يتم اختيار الخيارات للتوقي تكون الخطوة التالية تحديد نوع التوقي: الثابت أو النسبي.

- التوقي الثابت: وهو مصمم لوضع حد للحد الأقصى من الخسارة على الموقف الذي يتم إجراء توق له. وبمعنى آخر: التوقي بالخيارات الثابتة. يشبه سياسة التأمين: هي العائد على العلاوة فإن القيمة الدنيا للموقف النقدي مضمونة. التوقي الثابت يقي كل المبلغ للكشف الفعلي أو المتوقع. ويتم الاحتفاظ بالتوقي حتى تتم إزالة الكشف عند التغطية التي تباع بها الخيارات.

والأشكال السابقة مثال على التوقي الثابت.

- التوقي النسبي (أو التوقي دلتا المحايد) مصمم لوضع وحماية موقف مكون من النقود والخيارات وهو محايد عبر الزمن. باعتبار أن دلتا هي معكوس نسبة التوقي. وتوقي دلتا المحايد هو الذي تكون فيه النسبة بين عدد الخيارات وعدد الأصول الخاضعة للتوقي دائماً مساوية إلى معكوس دلتا الخيار. وهذا يعني أن التوقي النسبي يجب أن يعاد توازنه عندما تتغير دلتا الخيار.

لتوضيح ذلك ندرس التوقي النسبي المتضمن توليفه من الموقف طويل الأجل في أسهم شركة ما والموقف طويل الأجل في خيارات البيع .

ويتم تحديد عدد عقود خيارات البيع لإجراء التوقي للسهم كما يلي :

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{عدد الأسهم}}{\text{دلتا الخيار} \times ١٠٠٠}$$

وباعتبار أن حجم عقد الخيارات المعياري هو ١٠٠٠ سهم (في UK) فهذا يعني أننا يجب أن نقسم عدد الأسهم على ١٠٠٠ ، إضافة لذلك ، لأن دلتا الخيار دائماً أقل من واحد ، فالمطلوب المزيد من عقود الخيارات لتكوين توقي النسبة ، أي خيارات أكثر من المطلوب في التوقي الثابت .

فعلى سبيل المثال إذا تم استخدام دلتا خيار البيع لإجراء توق لعدد 30 ألف سهم حيث دلتا = 0.75 .

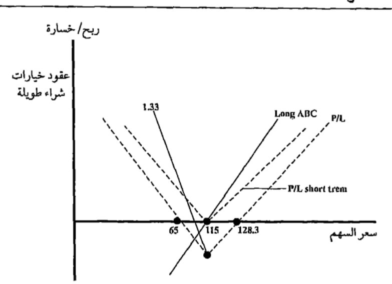
فيكون عدد عقود الخيار المطلوبة لتكوين توقي النسبة كما يلي :

$$\text{عدد العقود} = \frac{30000}{0.75 \times 1000} = 40 \text{ عقداً.}$$

وهي تعادل $1.33 \left(\frac{1}{0.75}\right)$ عقد لكل سهم (التوقي النسبة الذي يستخدم عقداً واحداً لكل 1000 سهم) .

ويظهر الشكل التالي (٥ ـ ٣) توقي النسبة باستخدام 1.33 عقد بيع نقدي لكل 1000 سهم ، ويظهر كل من الربح قصيرة الأجل والخسارة والربح في النهاية .

ففي الأجل القصير يكون التوقي في دلتا الحيادي أو غاما موجباً. وبالتالي يظهر الربح قصير الأجل فيما إذا ارتفع أو انخفض سعر الأسهم .



شكل رقم (٣.٥) توقي النسبة باستخدام عقد خيارات البيع النقدي.

ولكن أي موقف طويل الأجل في الخيارات يعاني من التأثير السلبي للوقت والتقلب على قيم الخيارات : حيث ثيتا وكيبا دائماً تضر المواقف طويلة الأجل بالخيارات .

٣.٥ / أ.التوقي باستخدام عقود خيارات مؤشر الأسهم:

يهدف التوقي بخيارات الأسهم الفردية لإجراء توق للمخاطرة الخاصة (غير المنتظمة) للأسهم الفردية . ومن جانب آخر يهدف التوقي باستخدام خيارات مؤشر الأسهم لإجراء توق للمخاطرة السوقية (المنتظمة) لمحفظة من الأسهم ، لذا يجب الأخذ بالاعتبار بيتا المحفظة التي يتم إجراء توق لها . فالمخاطر الخاصة مرتبطة بالأسهم الفردية بالمحفظة والتي لم تخضع لتوق .

وهناك عامل آخر يجب أخذه بالاعتبار هو أن بالإمكان إجراء توق لمحفظة أسهم باستخدام كل من الخيار على المؤشر النقدي أو الخيار على مؤشر المستقبليات .

ويحسب عدد العقود المطلوبة لإجراء التوقي لمحفظة الأسهم كما يلي (بالنسبة للتوقي الثابت) :

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية للمؤشر}} \times \beta_P$$

وبالنسبة لتوقي النسبة :

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية للمؤشر}} \times \frac{\beta_P}{\text{دلتا الخيار}}$$

وللتوضيح نفترض أنه في 10 يونيو كان لدى مدير المحفظة 5 ملايين جنيه إسترليني مع بيتا المحفظة $1.15 = _p$ وهو ينوي التوقي معه خلال شراء 1850 عقد خيار بيع وإغلاق المؤشر في 15 يونيو هو 1825.00 وينوي مدير المحفظة استخدام التوقي الثابت.

فيكون عدد العقود اللازمة لإجراء التوقي للمحفظة :

$$\text{عدد العقود} = \frac{£5000000}{£10 \times 18250} \times 1.15 = 315$$

إذا تم تسعير خيارات البيع 1850 في نوفمبر بـ 51 تكون تكلفة التوقي :

تكلفة التوقي = 315 عقد × 10 £ × 51 = 160650 £

أي حوالي 3.2٪ من قيمة المحفظة.

وميزة هذا النوع من التوقي أنه يحمي ضد المخاطر الانخفاض بينما يبقى احتمال الصعود ولكن مكلف. وهناك بديل أرخص هو خلق موقف قصير الأجل مركب في المؤشر، ويتم تحقيق ذلك بشراء عقود نوفمبر 1850 وبيع عقود شراء نوفمبر. وإذا اقتبست عقود الشراء عند 38، فإن التكلفة الصافية للتوقي تختزل إلى :

صافي تكلفة التوقي = 315 = 315 عقد × 10 × (51 - 38) = 40950 £

حوالي 0.8% من قيمة المحفظة. وهذه الطريقة الإستراتيجية تبعد احتمال الصعود للمحفظة وكذلك مخاطرة الهبوط.

ويمكن فحص فعالية التوقي الأخير بفحص الموقف في 30 نوفمبر عند انتهاء الخيار حيث تفترض أن المؤشر انخفض بمعدل 20٪، وانخفضت المحفظة بمعدل 23٪ (20٪ × 1.15)، وهذا يعني أن المؤشر في 30 نوفمبر هو 1466 بينما قيمة المحفظة النقدية هي 3850000£. وعقود الشراء تنتهي بدون جدارة، أما عقود البيع تنتهي بعلاوة 390 (1850 - 1460) ويكون الربح على الخيارات :

صافي الربح على الخيارات = صافي الربح على خيارات البيع + صافي الربح على خيارات الشراء

= 315 عقد بيع × 10 £ × (390 - 51)] + [315 عقد شراء × 10 £ × (38 - 0)]

= 1.187550 £

والقيمة النهائية للتوقي هي 5037550 (3850000 + 1.187550 £)

ويحقق التوقي ربحاً كلياً مقداره 37550 £ .

وسبب هذه النتيجة أن المحفظة النقدية تتحرك بالاتساق مع السوق.

٣.٥/ب. التوقي باستخدام عقود خيارات أسعار الفائدة قصيرة الأجل:

يمكن اختصار قواعد إجراء التوقي لمخاطرة سعر الفائدة بما يلي :

١ ـ إذا كان الموقف النقدي متدهوراً من خلال ارتفاع أسعار الفائدة، يتم شراء خيارات بيع لأسعار الفائدة أو بيع خيارات شراء أسعار الفائدة.

٢ ـ إذا كان الموقف النقدي متدهوراً من خلال انخفاض أسعار الفائدة يتم بيع خيارات بيع أسعار الفائدة أو شراء خيارات شراء أسعار الفائدة.

ولتوضيح هذا النوع من الخيارات نفترض أن الشركة تنوي اقتراض 2 مليون £ في 16 يونيو. والآن 1 مارس، وتتوقع الشركة بأن ترتفع أسعار الفائدة بين الآن وحتى يونيو. لذلك فهي تقرر إجراء توق ضد هذه المخاطرة من خلال شراء خيارات بيع في يونيو لمدة ثلاثة أشهر، وسعر الفائدة الجاري لثلاثة أشهر 10٪ بينما السعر الجاري لعقود المستقبليات ليونيو 89.

السعر	العلاوة
88.75	0.20
89.00	0.50
89.25	0.75

فعلى سبيل المثال العلاوة على 89 عقد خيار بيع هي 0.50٪ أو 50 نقطة. وحيث إن القيمة الأصلية لعقد المستقبليات لمدة ثلاثة أشهر بالإسترليني 500000، وقيمة كل تغير في سعر النقطة 12.50 (500000 × 0.0001 × 3/12).

والتكلفة الكلية لـ 89 خيار بيع هي 625 £ (12.50 × 50 £)

وسوف تستخدم الشركة خيارات البيع المذكورة لإجراء توق لمبلغ المليوني جنيه التي اقترضتها.

تم حجز 89.25 خيار بيع وسعر الفائدة المفضل حتى 16 يونيو (10.75٪) وتكاليف 75 نقطة أو 937.50 £ للشراء.

88.75 عقد بيع تحجز سعر فائدة مفضلاً (11.25٪) وتكاليف 20 نقطة أو 250 £ للشراء.

نفترض أن الشركة قررت إجراء توق ثابت باستخدام 89.25 خيار بيع لتقي 2 مليون إسترليني. فتقوم بشراء 4 عقود بيع (2000000/500000) بتكلفة 3750 £ (4 عقود × 12.50 نقطة × ٧٥ نقطة).

نفترض أنه في ١٦ يونيو عندما اقترضت الشركة وعندما تنتهي عقود الخيارات، انخفض سعر المستقبليات إلى 88 حيث سعر الفائدة السنوي 12٪، وسوف تستخدم الشركة الخيارات لتنشئ موقف مستقبليات قصير الأجل عند سعر فعال 89.5 والتي يشار إليها في السوق عند 88. ويظهر موقف المستقبليات ربحاً:

الربح = [4 عقود × 12.50 £ للنقطة × (89.25 - 88) / 0.01 نقطة) = 6250 £

وتكلفة الخيارات 3750 £ وإجمالي الربح من التوقي 2500 £ (6250 - 3750).

والتكلفة الإجمالية للاقتراض خلال ثلاثة أشهر من ١٦ يونيو إلى ١٦ سبتمبر هي:

التكلفة الإجمالية للاقتراض = 2000000 £ (0.12 - 0.1075) + 3/2 = 6250 £

وهذا يساوي الربح المتحقق من المستقبليات، وبالتالي فإن تكلفة الخيارات ترفع معدل الاقتراض الفعال من 10.75٪ إلى:

$$\text{معدل الاقتراض الفعال} = 0.1075 + \frac{(12/3)\times 375}{2000000} = 0.1150(\%11.50)$$

٣-٥ / جـ- التوقي باستخدام عقود خيارات سعر الفائدة طويل الأجل:

يمكن إجراء التوقي ضد مخاطرة أسعار الفائدة طويلة الأجل باستخدام كل من الخيارات على السندات النقدية أو الخيارات على مستقبليات السند.

فباستخدام الخيارات على مستقبليات السند، تطبق القواعد التالية:

أ- حساب التوقي بالمستقبليات الأفضل (مثل استخدام فترة البقاء).

ب- بالنسبة للتوقي الثابت يستبدل التوقي باستخدام المستقبليات بنفس العدد من عقود الخيارات.

جـ- فيما يتعلق بتوقي النسبة يحسب عدد العقود كما يلي:

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{عدد العقود في التوقي بالمستقبليات}}{\text{دلتا الخيار}}$$

ولتوضيح ذلك يمكن العودة إلى المثال السابق حول عقود المستقبليات حيث كانت فوائد الخزينة 12.50٪ وعامل السعر (PF_{CTD}) 1.303213 ، وفترة البقاء (D_{CTD}) لمدة 11.6 سنة. والسعر الحالي (P_{CTD}) في ١ أبريل 118 £ لكل ١٠٠ جنيه إسترليني اسمي. والقيمة الأصلية ولمحفظة السندات التي يتم إجراء توق لها 10 مليون إسترليني، وفترة بقاء (D_p) 14.2 سنة. ومتوسط مرجح للسعر الحالي (P_p) 110.125 إسترليني لكل ١٠٠ إسترليني اسمي.

وبالتالي يتم حساب عدد العقود من المستقبليات لوقاية المحفظة من المخاطر كما يلي:

$$\text{عدد العقود} = \frac{\text{القيمة الأصلية للكشف النقدي}}{\text{القيمة الأصلية لعقود المستقبليات}} \times PF_{CTD} \times DHR_P$$

حيث: DHRp = نسبة التوقي لمدة البقاء للمحفظة ويحسب كما يلي:

$$DHR_p = \frac{D_p \times P_p}{D_{CTD} \times P_{CTD}} = \frac{14.2 \times 110.125}{11.6 \times 118.00} = 1.142$$

$$\text{وبالتالي عدد العقود} = \frac{£10000000}{£50000} \times 1.303231 \times 1.142 \cong 298 \text{ عقداً}$$

وهذا نفس عدد خيارات البيع على عقد المستقبليات طويل الأجل الذي ينبغي شراؤه لخلق توق بعقود الخيار الثابتة.

في ١ أبريل، كان سعر مستقبليات يونيو 91.21 وتكاليف 90 عقد بيع يونيو 38164 لكل 100 إسترليني اسمي أو 296.88 (500 × 64£ / 38£) لكل ٥٠٠ ألف عقد. والتكلفة الكلية لعقود عددها C98 هو 88470.24 (298 × 296.88 £) أو 0.8٪ للقيمة السوقية للسندات ذات 11012500 إسترليني (حيث القيمة السوقية هي عبارة عن القيمة الاسمية (10000000 إسترليني) مضروبة بالمتوسط المرجح للسعر (110.125 إسترليني).

لنفترض أن في ١ يونيو ارتفع سعر السندات بدلاً من أن ينخفض. ونسبة الارتفاع 1.781٪. والقيمة السوقية للسندات 11208633. وسعر المستقبليات 92.00 والعلاوة على عقود خيار البيع انخفضت إلى 11/64 إسترليني لكل ١٠٠ إسترليني اسمي) (أو 85.94 لكل 50000 عقد) وتم إقفال عملية التوقي ببيع 298 عقد بيع، وتولد عنها دخل مقداره 25610.12 إسترليني والخسارة من عقود الخيارات 62860.12 إسترليني (88470.24 - 25610.12) والزيادة في قيمة محفظة النقود 196133 إسترليني.

٥ . ٤ . تأمين المحفظة:

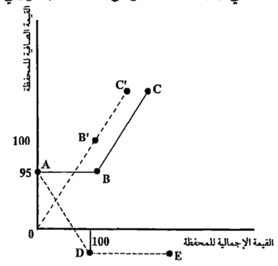
في نهاية هذا الفصل سوف ندرس إستراتيجية أخرى للتوقي، والتي أصبحت أكثر أهمية خلال عقد الثمانينيات، وهي التأمين على المحفظة. وهي طريقة للتوقي ضد المخاطرة تحاول مضاعفة ناتج خيار البيع على محفظة من الأصول المالية. بمعنى أن المستثمر يحتفظ بأي صعود للسوق، ولكنه يحدد المخاطرة إلى أقل حد ممكن. وهناك أربع طرق للتأمين على المحفظة.

الأولى: شراء خيار بيع حمائي، كما يبدو في الشكل (٥ ـ ٤).

نفرض أن لدى المستثمر محفظة مقومة بمبلغ 100 ألف جنيه إسترليني.

ويود التأمين عليها خلال العام القادم. فالخط OB'C' يمثل القيمة الصافية للمحفظة في غياب التأمين عليها (حيث تكون قيمتها الإجمالية والصافية نفسها) والمنحنى ADE يظهر مدفوعات المشتري لعقد خيار البيع. فافتراض سعر 100 ألف إسترليني. وعلاوة مقدارها 15000 إسترليني. وينقضي أجلها بعد سنة واحدة. والمنحنى ABC يمثل المدفوعات للموقف الموحد. بعض احتمالات الصعود مفقودة هنا (القطعة B'C' دائماً أعلى من القطعة BC) ولكن كل المخاطرة المنخفضة على المحفظة أقل من 95 ألف إسترليني يتم تجنبها. لذلك يدعى هذا العقد عقد بيع حمائي.

وستكون نتيجة عقد البيع عملية إذا كانت القيمة الإجمالية للمحفظة، في نهاية السنة، أقل من 100 ألف إسترليني. وسوف ينقضي أجل العقد دون جدوى إذا كانت القيمة الإجمالية للمحفظة في نهاية السنة، أكثر من 100 ألف إسترليني.



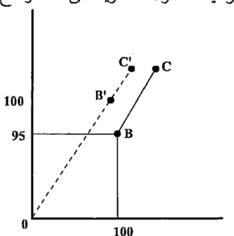
شكل (٥ . ٤) التأمين على المحفظة: شراء عقود خيار بيع حمائية.

الطريقة الثانية : شراء سياسة تأمين من بنك استثماري أو شركة تأمين . نفترض مرة أخرى أن المستثمر قيّم المحفظة بمبلغ 100 ألف إسترليني ، وبنفس علاوة التأمين 15000 إسترليني (5٪ من قيمة المحفظة) .

وعند نهاية السنة إذا كانت المحفظة تستحق فقط 90 ألف إسترليني . فسوف يدفع بنك الاستثمار 10000 إسترليني . وإذا كانت قيمتها 100 ألف إسترليني لن يدفع البنك شيئاً . كما يوضح الشكل (٥ ـ ٥) . فالخط OB'C' يمثل القيمة الصافية للمحفظة في غياب التأمين عليها . والخط ABC يمثل القيمة الصافية لها باستخدام سياسة التأمين . وكما الحال في خيار البيع فإن بعض احتمالات الصعود مفقودة . لكن كل المخاطرة على المحفظة أقل من 95 ألف جنيه إسترليني يتم تجنبها .

والمشكلة الأساسية في هذه الطريقة هي أن القليل من بنوك الاستثمار أو شركات التأمين ترغب في بيع سياسات التأمين على المحفظة . والمشكلة في شراء عقد خيار بيع حمائي هي أنه قد يكون من غير الممكن شراء عقود خيار لكل الأصول الموجودة في المحفظة . والبديل لذلك هو شراء عقد خيار بيع لمؤشر الأسهم . والمشكلة الأساسية في العقود التي يتم تداولها هي أنها سائلة فقط في العقود القريبة من أجل الاستحقاق . كما أن الخيارات المتداولة تخضع إلى حدود الموقف التي تجعل من الصعب إنشاء محافظ كبيرة .

ولهذه الأسباب هناك إستراتيجيتين بديلتان لتأمين المحفظة ، والمعروفة باسم إستراتيجيات التخصيص الديناميكي للأرض . وكلا الطريقتين تهدف إلى مضاعفة نموذج الدوافع التي تنجم عن توحيد الأصول المنطوية على مخاطرة مع خيار البيع .



شكل (٥ . ٥) تأمين المحفظة بشراء سياسة التأمين

وإحدى هاتين الإستراتيجيتين تحاول تحقيق ذلك باستخدام سوق النقود (الكاش) من خلال تحويل تخصيص الأصول المالية بين المحفظة المنطوية على مخاطرة، والأصل الخالي من المخاطرة (مثل أذون الخزانة) عندما تتغير قيمة المحفظة.

أما الإستراتيجية الأخرى تستخدم سوق المستقبليات من خلال الإبقاء على محفظة النقود ثابتة، من ثم تتم إعادة تخصيصها بين المستقبليات والأصل خالي المخاطرة.

وهذه الإستراتيجيات مجدية فقط إذا تمت إعادة التخصيص بكفاءة، وإذا كانت تكاليف المعاملات منخفضة. ولأن تكاليف المعاملات عادة ما تكون أقل في سوق المستقبليات منه في سوق النقود، فإن هذه الإستراتيجية تعتمد أكثر من غيرها.

٣.٥/ د.عقود الخيارات في أسواق الصرف الأجنبي:

يعتبر سوق النقد الأجنبي من أكثر أسواق المال تعرضاً للمخاطر التي تؤثر على عوائد الاستثمار، الأمر الذي يدفع إلى استخدام أساليب مختلفة للتوقي ضد هذه المخاطر، ويبدو عقد الخيار لتغطية مخاطر سعر الصرف في منح حائز الخيار الحق في شراء أو بيع النقد الأجنبي بسعر صرف معين عند حلول أجل الاستحقاق أو قبل حلوله. ولا يزال هذا الأسلوب في مراحله الأولية، حيث يتوقع المختصون أن يساعد في تيسير عمليات التبادل الدولي.

ومثل عقود الخيارات الأخرى يوجد نوعان من عقود خيار التوقي للعملات: خيار بيع وخيار شراء.

فخيار الشراء يعطي لحائزه الحق في شراء مقدار محدد من النقد الأجنبي عند سعر صرف معين. أما خيار البيع فيمنح حائزه الحق في شراء مقدار محدد من النقد الأجنبي بسعر صرف محدد. ويطلق على السعر المتفق عليه في هذا السياق (سعر القطع) سواء كان سعر شراء أو سعر بيع.

ويقوم مشتري الخيار بدفع علاوة لبائعه تعويضاً عن خسارة قد يتعرض لها. وأول ما استخدمت عقود الخيارات في بورصة فلادليفيا الأمريكية ثم امتدت إلى البورصات الأخرى.

يبدو من هذا الفصل أن استخدام الخيارات والمستقبليات كأدوات التوقي ضد المخاطر المختلفة التي قد يتعرض لها الاستثمار، إنما تقلل أو تزيل مخاطر تقلبات أسعار الفائدة وأسعار الصرف وأسعار الأسهم، فصارت المخاطر بحد ذاتها بضاعة يتم تداولها في الأسواق.

وفي السنوات الأخيرة أخذت أسواق المشتقات هذه (عقود المستقبليات والخيارات والمبادلات) مستقلة، بعد أن تم تأسيس بورصات متخصصة في المعاملات الآجلة فقط. فخلال الفترة ١٩٨٩ ـ ١٩٩٥ تضاعفت القيمة الاسمية للمعاملات في كل سنتين لتصل إلى ٤١ مليار دولار على مستوى العالم. في الوقت الذي لا يتجاوز حجم المعاملات الهادفة إلى درء المخاطر عن الأنشطة الصناعية والتجارية مباشرة أكثر من ٣٪ من حجم هذه المعاملات. وما تبقى من عقود لا تعدو كونها مراهنات يقوم بها المتلاعبون في الأسواق. فعلى سبيل المثال. قد يراهن أحد المضاربين على أن مؤشر Dow Jones سيكون بعد سنة من الآن أعلى من مستواه الحالي بمعدل ٢٥٠ نقطة، وإذا لم يحدث ذلك سأدفع مبلغاً مقداره كذا. .

ومن خلال التفاعل في المشتقات تأكد الانفصال بين قطاع المال والقطاع الاقتصادي الحقيقي، وأخذت العلاقات الاقتصادية الموضوعية، مثل علاقة أسعار الفائدة القيادية (وهي التي يحددها البنك المركزي عندما يقرض البنوك التجارية) مع أسعار الأوراق المالية مثلاً تفقد وزنها بصورة متزايدة. ولم يعد نشاط كثير من الشركات يقتصر على أهميتها الإنتاجية، بل دخلت مجال الاستثمار المالي. فشركة «سيمنز» تحقق من عملياتها المالية والنقدية أرباحاً طائلة تفوق ما تحققه من منتجاتها المعروفة في العالم. ومعظم الشركات أصبحت تصدر سندات الدين لتمويل ما تحتاج إليه من رأس مال. وبهذا أخذت الثورة المالية تعصف بالاقتصادات الكلاسيكية وتطور أعمال المضاربة في أسواق المال والتلاعب أصبح يهدد الاقتصاد العالمي، حيث أصبحت الحكومات تقف عاجزة أمام المضاربين والمقامرين وعبدة المال والثروة، في ظل ما أصبح يعرف باسم العولمة. وهذا سيكون موضوع القسم الثاني من الكتاب.

أمثلة وتمارين:

١ ـ نفترض أن لدينا البيانات التالية عن محفظة ما :

السهم	نسبته في المحفظة	العائد	بيتا
آ	0.2	15.0	0.8
ب	0.5	16.2	1.1
ج	0.3	18.9	1.3

والمطلوب :

أ ـ احسب العائد على المحفظة ومخاطرتها

ب ـ احسب قيم إلفا (العوائد الفائضة) على الأسهم الفردية وعلى المحفظة، بافتراض أن سعر الفائدة الخالي من المخاطرة rf = 9% والعائد السوقي rm = 16% .

جـ ـ احسب العوائد على الأسهم الفردية وعلى المحفظة والمتوقعة للعام القادم، إذا كان سعر الفائدة الخالي من المخاطرة 10٪ والعائد السوقي المتوقع 18٪ .

د ـ كيف يمكن تحسين أداء المحفظة في السنة القادمة إذا :

ـ كانت السوق صاعدة .

ـ كانت السوق هابطة .

٢ ـ إذا كان لدينا المعلومات التالية عن محفظة ما :

السهم	نسبته في المحفظة	بيتا	المخاطرة الخاصة (غير المنتظمة)
آ	0.4	0.92	12%
ب	0.6	1.25	10%

والسؤال: ما هي المخاطرة الكلية للمحفظة إذا كانت المخاطرة السوقية 11٪؟

٣ ـ ما هو العائد المتوقع والمخاطرة على المحفظة المالية التالية :

السهم	نسبته في المحفظة	العائد والمتوقع	الانحراف المعياري للعوائد
آ	0.7	%16	%10
ب	0.3	%12	%8

والارتباط بين العوائد 60%.

٤ ـ في ظل أية شروط من الممكن تكوين محفظة من أصلين ينطويان على مخاطرة تضمن عائداً خالياً من المخاطرة؟ ثم أوجد نسب كل من الأصلين في المحفظة .

٥ ـ الأصلان التاليان مسعران بصورة صحيحة وفقاً لخط سوق الأصول :

الورقة المالية (الأصل)	العائد والمتوقع	بيتا
آ	%10	0.2
ب	%20	1.2

أ ـ اشتق خط سوق الأصول.

ب ـ ما هو العائد المتوقع على ورقة مالية مخاطرتها : $\beta = 1.5$ ؟

ج ـ ما الذي يمكن عمله مع ورقة مالية عائدها المتوقع 12% و $\beta = 0.5$ ؟

٦ ـ إذا كان لدينا المعلومات التالية عن شركة ما :

المكاسب المتوقعة لكل سهم، السنة الأولى	400 ل. س
المكاسب المتوقعة لكل سهم، السنة الثانية	500 ل. س
معدل دفع العوائد الموزعة	٪ 50
معدل نمو المكاسب في الأجل الطويل	٪ 8
آخر عائد موزع	160 ل. س
الفا الشركة (العائد الفائض)	٪ 1.75
بيتا الشركة	1.5
السعر الجاري للسهم	1700 ل. س
سعر الفائدة الخالي من المخاطرة	٪ 10
العائد المتوقع على السوق	٪ 16

والسؤال: هل تنصح بشراء السهم أو بيعه عند سعره الجاري؟

٧ ـ كيف يمكن قياس المتغيرات التالية بالنسبة للمحفظة السوقية؟

ـ المخاطرة الكلية

ـ المخاطرة السوقية

ـ المخاطرة الخاصة

٨ ـ إذا كان لدينا المعلومات التالية :

العائد المتوقع على الأسهم	= ٪ 18
العائد المتوقع على السندات	= ٪ 12
الانحراف المعياري للعائد على الأسهم	= ٪ 30
الانحراف المعيار للعائد على الأسهم	= ٪ 20
الارتباط بين العوائد على الأسهم والعائد على السندات	= ٪ 40

حدد المزيج الأمثل بين الأسهم والسندات بالنسبة للمستثمرين التاليين :

أ ـ مستثمر ذو درجة سماح بالمخاطرة صفر .

ب ـ مستثمر ذو درجة سماح بالمخاطرة 1.5 .

ج ـ مستثمر ذو درجة سماح بالمخاطرة 3.0 .

٩ ـ اشرح كيف تؤثر العوامل التالية بتخطيط المحفظة بالنسبة لمستثمر فرد :

أ ـ السيولة .

ب ـ المسؤوليات والمواعيد .

ج ـ اعتبارات الدخل والضريبة .

د ـ توقف المخاطرة .

هـ ـ القيود القانونية .

ن ـ العمر .

١٠ ـ لدينا المعلومات التالية عن ثلاث أوراق مالية :

الورقة المالية	العائد والمتوقع	بيتا
آ	%19	1.3
ب	%24	2.0
ج	%12	0.4

فإذا كان العائد السوقي 6٪ وسعر الفائدة الخالي من المخاطرة 9٪ . حدد العوائد الفائضة (الفا) لكل ورقة مالية ، واقترح ما إذا كان يجب شراء أو بيع أو حيازة كل ورقة مالية؟

١١ ـ احسب فترات البقاء للسندات ذات الكوبون السنوي كالتالي (فافتراض أن الكوبون تم دفعه تماماً) :

السند	الكوبون ٪	أجل الاستحقاق	السعر	الغلة على فترة الاستحقاق ٪
آ	8	6	90	9.5
ب	12	5	110	10.5
ج	9	20	98	9.7
د	5	1	96	9.4

وباستخدام هذه السندات ، كوّن محفظة مركزية (كروية) محصنة ومحفظة مثقلة محصنة لمستثمر بأفق زمني خمس سنوات .

١٢ ـ باستخدام السندات ذات الكوبون السنوي التالية :

السند	الكوبون ٪	سعر السند	أجل الاستحقاق / سنة
آ	%10	ل.س 990	1
ب	%8	ل.س 920	2
ج	%15	1160	2
د	12	1080	3
هـ	14	1120	3
ن	7	900	4
ق	9	950	4
و	10	960	5

كون المحفظة الأقل تكلفة لتناسب مستثمراً له التدفقات النقدية التالية في نهاية السنة :

السند	التدفق النقدي
1	10000000 ل.س
2	11000000
3	12100000
4	13300000

١٣ ـ إذا كان أداء خمس محافظ في السنة الماضية كما يلي :

المحفظة	العائد	الانحراف المعياري للعوائد	بيتا
آ	25	10	1.5
ب	15	8	0.8
ج	20	6	1.1
د	19	7	0.9
هـ	20	5	1.5

وإذا كان سعر الفائدة الخالي من المخاطرة خلال تلك السنة 10٪ والعائد على السوق 19٪ .

المطلوب :

ـ رتب المحافظ باستخدام مقياس شارب .

ـ رتب المحافظ باستخدام مقياس جونسون .

ـ في إطار حساباتك كيف تمت إدارة المحفظة (هـ)؟

١٤ ـ إذا كـان لدينـا البيانـات التاليـة حـول العوائـد السـنوية التـي حققهـا مديـر محفظـة مـا والمحفظة السوقية :

السنة	مدير المحفظة ٪	المحفظة السوقية ٪
1	+ 10	+ 8
2	+ 30	+ 15
3	0	+ 10
4	- 15	- 9
5	- 12	+ 7

المطلوب : احسب وحلل العائد الفائض الذي حققـه مديـر المحفظـة خـلال الفـترة بافتراض أن القيمة المتوسطة لسعر الفائدة الخالي من المخاطرة 4٪ .

١٥ ـ مدير محفظة يتوقع انخفاض أسعار الأسهم ، ويرغب بـإجراء تـوق لمبلـغ مليـار لـيرة سورية ، ولمحفظة ذات بيتا 1.2 حيث الآن 28 مايو كان المؤشـر الجـاري عنـد 1909.0 نقطة . وعقود المستقبليات التالية متاحة أمامه :

العقد	السعر	الفائدة الصريحة
يونيو	1926	34631
سبتمبر	1997	28970
ديسمبر	2088	2127

والمطلـوب : صمـم وسـيلة مناسـبة للتوقـي . واحسـب الفـرق بيـن قيمـة المحفظـة الخاضعة للتوقي ، وقيمة المحفظة في حال عدم إجـراء التوقـي ، وإذا توقـف المؤشـر عنـد 1800 نقطة ، كيف يمكن أن يكون التوقي كفئاً .

١٦ ـ إنه يوم ٣٠ ديسمبر ، وأنت في موقف طويل الأجـل فـي أسـهم شـركة معينـة المقومـة بصورة جارية عند 3150 ليرة سورية ، وتتوقع أن تنخفض أسعار الأسهم خلال الأشـهر القليلة القادمة . وأمامك عقود الخيارات التالية :

السعر	عقود الشراء يناير	عقود البيع يناير
300	26	12
330	10	30

وتاريخ الانتهاء 30 يناير .

صمم وسيلتين للتوقي ضد مخاطرة انخفاض أسعار الأسهم. بافتراض أن سعر الفائدة لأربعة أشهر 10 - 1/8 10. احسب القيم الصافية للمحفظتين اللتين أجري لهما التوقي، إذا تم تبادل الأسهم (في نهاية فترة الخيارات) عند أسعار:

2500 ل.س ، 3150 ليرة سورية ، 3500 ل.س

ثم علق على ملاحظاتك.

١٧ ـ حدد عدد عقود المستقبليات (ديسمبر) على مؤشر بورصة ما والمطلوبة لإجراء تـوق لمحفظة من الأسهم قيمتها الجارية 16594740 ل.س مع بيتا 0.95 والقيمة الجارية لمؤشر البورصة عند 2021.2.

الفصل السادس
من الاستقرار النقدي الدولي
إلى العولمة المالية والفوضى

١.٦ مفهوم العولمة ودور أسواق المال:

العولمة، وفق ما يجري الآن على الساحة العالمية، وما يمكن للمراقب والمحلل أن يستلهمه، لا تعدو كونها نظاماً شمولياً يشبه إلى حد كبير تلك النظم الشمولية التي تقوم على أساس التنظيم السياسي الواحد، وتحتكر السلطة، وتهيمن على كافة الأنشطة السياسية. وعالم اليوم يتسم بنفس هذه الخصائص، فهناك نماذج ومعايير محددة للتنمية، تقوم على اقتصاد السوق. ولم يعد بإمكان الحكومات والدول مواجهة هذا النظام العالمي الجديد الذي تتحكم فيه المؤسسات المالية الدولية (صندوق النقد الدولي والبنك الدولي) ومنظمة التجارة العالمية والشركات عابرة القارات، والتي تمثل مجتمعة عماد النظام العالمي الجديد.

وما يمكن أن يلحظه المرء حول الآثار المرئية للعولمة يبدو في زيادة هروب رؤوس الأموال، وخاصة الساخنة قصيرة الأجل التي تجوب أسواق المال العالمية، وتنتقل من بلد إلى آخر بلمح البصر مساهمة في توسيع الأسواق وزيادة حدة الأزمات.

وأصبح القول الشائع هو عبارة «التكيف» مع الواقع الجديد والتضحية هي السبيل الوحيد لذلك التكيف. حيث يحاول رافعوا راية العولمة تبرير ذلك بأن ما يحدث في ظل العولمة إنما هو حتمية اقتصادية وتكنولوجية تشبه الأحداث الطبيعة، ولا قدرة لأحد على الوقوف في وجهها، بل يجب الإذعان لها والتكيف معها.

وترتبط العولمة وتتزامن مع نظرية اقتصادية محدثة يقدمها الاقتصاديون بقوة، وهي الليبرالية الجديدة والتي تقول بأن ما تفرزه السوق هو الصحيح وما يسببه تدخل الدولة إنما هو الخطأ المبين. رغم أن الدولة كانت الوعاء الذي ضمن للرأسمالية مسيرتها حتى

وصلت إلى مرحلة ما يطلق عليه البعض «الرأسمالية النفاثة»(١) التي تنتشر بسرعة بالغة، إذ أخذت الاقتصادات القومية الإقليمية تنصهر في نظام اقتصادي شمولي واحد لا مكان فيه للخاملين، يقوده أولئك الذين يمكنهم مواجهة المنافسة الهوجاء.

فمنذ الثمانينيات بدأت الحكومات الغربية تعتنق هذه النظرية الجديدة في سياساتها الاقتصادية حتى أصبح عدم تدخل الدولة مقروناً بتحرير التجارة ورؤوس الأموال وخصخصة المشروعات الحكومية أسلحة إستراتيجية في ترسانة الحكومات والمؤسسات الدولية التي تسيرها هذه الحكومات. فقد بني على أنقاض العالم الاشتراكي وديكتاتورية البروليتاريا دكتاتورية جديدة هي «دكتاتورية السوق العالمية» التي فاقمت من تركز الثروات وزادت التفاوت الاجتماعي وألغت الكثير من فرص العمل(٢).

فهل العولمة بهذا المفهوم المذكور حتمية تاريخية فعلاً؟ أم أن الحكومات والبرلمانات في الدول الغربية هي التي وقعت الاتفاقيات وسنت التشريعات والقوانين التي ألغت الحواجز والحدود التي كانت تحد من تحركات رؤوس الأموال والسلع من دولة إلى أخرى؟ فرجالات الحكم في الدول الصناعية هم الذين خلقوا الحالة التي يقفون الآن عاجزين عن معالجتها، عندما حرروا المتاجرة بالعملات الأجنبية وعبر السوق الأوروبية المشتركة والتوسيع والتطوير الدائم لاتفاقية التجارة العالمية. وبالتالي فالعولمة من صنع البشر وليست ظاهرة حتمية كالأحداث الطبيعية. وهل ما يحدث في أسواق المال يعبر عن تلك العولمة أم أنه فوضى وتخبط. ولكن هذه الفوضى منظمة ومستندة إلى تشريعات وقوانين صدقت عليها البرلمانات للدول الغربية؟

---

(1) Trub Capitalism

(٢) يمتلك ٣٥٨ مليardير في العالم ثروة تعادل ما يمتلكه ٢,٥ مليار إنسان و٢٠٪ من دول العالم تستحوذ على ٨٥٪ من الناتج العالمي الإجمالي و٨٤٪ من حجم التجارة العالمية. ويمتلك سكان هذه الدول ٨٥٪ من المدخرات العالمية.

ولتوضيح دور أسواق المال في ظاهرة العولمة، لابد من استعراض لمسيرة هذا الدور من مراحل الاستقرار النقدي العالمي الذي أفرزته الاتفاقات والقوانين التي تنظم حركات رؤوس الأموال ومبادلة العملات حتى مراحل التحرير الكامل لأسواق المال والمتاجرة بالعملات، وما صاحب ذلك من انعدام الاستقرار العالمي وتفاقم حدة الأزمات المالية التي تهدد الكثير من الاقتصادات.

٢.٦ . نظم الصرف المختلفة ودورها في الاستقرار النقدي:

يمكن تعريف سعر الصرف بأنه عدد الوحدات من العملة الأجنبية التي يتم تبادلها مع وحدة من العملة المحلية. وتتحدد القيمة على أساس قوى العرض والطلب على الصرف الأجنبي مشتقاً من الطلب على المنتجات الوطنية. هذا المبدأ العام. ولكن في كثير من الحالات يتوقف سعر الصرف على نظام الصرف المعتمد.

وندرس فيما يلي بإيجاز نظم الصرف التي سادت الاقتصاد العالمي؛ إذ يتم التمييز بين نوعين من أنظمة الصرف... نظام أسعار الصرف الثابتة ونظام أسعار الصرف المرنة.

١.٦ / أ.أسعار الصرف الثابتة Fixed Exchange Rates:

وأخذ هذا النظام شكلين هما قاعدة الذهب والرقابة على الصرف. وفيما يلي إيجاز لكل منهما.

٦ ـ ٢ / أ ـ أ ـ قاعدة الذهب Gold Standard :

وبقيت هذه القاعدة أساساً لنظام النقد الدولي خلال القرن التاسع عشر وأوائل القرن العشرين (١٩١٤). ويمكن إيجاز قواعدها بما يلي:

- تحدد كل بلد وزناً ثابتاً لعملتها بالذهب.
- يحق للأفراد استبدال العملة بالذهب وفقاً للمعدل الثابت المحدد بوزن وحدة العملة بالذهب.
- حرية استيراد وتصدير الذهب.

وقاعدة الذهب هي أول نظام نقدي عالمي. وفرت نوعاً من الاستقرار في أسعار الصرف بشكل لم يعرفه الاقتصاد العالمي فيما بعد. ويعود سبب هذا الثبات إلى أن العملة المحلية لكل بلد مرتبطة بوزن معين من الذهب، وبالتالي فكل الدول ترتبط عملاتها

بنفس الرباط ، لذلك فإن سعر الصرف التوازني يتحدد وفقاً لنسبة الذهب الموجودة في كل عملة إلى كمية الذهب الموجودة في بقية العملات. فإذا كان الدولار الأمريكي مثلاً يساوي وزناً من الذهب من عيار معين، وكانت الليرة السورية تساوي ربع هذا الوزن من ذلك العيار. فإن سعر الصرف يصبح الدولار يساوي أربع ليرات سورية ويطلق على هذا السعر اسم «سعر التكافؤ». وبناء على الشروط التي سادت قاعدة الذهب، فإذا حدث اختلال في ميزان المدفوعات نتيجة عدم التكافؤ بين الصادرات والواردات. فإنه يصحح نفسه بنفسه من خلال حركات التضخم والانكماش التي يسببها تحرك الذهب دخولاً وخروجاً كنتيجة لهذا الاختلال. وهي حدا دخول وخروج الذهب(*).

٦ - ٢ - أ - ب - نظام الرقابة على الصرف:

بعد انهيار قاعدة الذهب في أعقاب الكساد الكبير (١٩٢٩ - ١٩٣٣) اتجهت الدول إلى التدخل المباشر في سوق الصرف الأجنبي للتحكم في الكميات المطلوبة والمعروضة منه. وتتمثل قواعد اللعبة في ظل هذا النظام في أن حرية تحويل العملة إلى العملات الأخرى غير مكفولة بشكل كامل، وكذلك هناك قيود على التعامل في النقد الأجنبي. وبذلك تتساوى الكمية المطلوبة مع المعروضة من الصرف الأجنبي عند سعر الصرف الذي تحدده السلطات النقدية. وغالباً ما أدى مثل هذا النظام إلى وجود أكثر من سوق للصرف الأجنبي، مثل السوق السوداء والسوق الرسمية، ولكن هذا النظام حقق نوعاً من الاستقرار نتيجة تقييد حرية الأفراد في التعامل بالنقد الأجنبي.

٢.٦ـب.نظام أسعار الصرف المرنة Flexible Exchange Rates:

ويتحدد سعر الصرف وفق هذا النظام بقوى العرض والطلب. مثل سعر السلع في سوق المنتجات، حيث إن سعر المنتج يعكس قيمته السوقية. ولكن هذا لا يعني أن يترك العنان على الغارب دون أي تدخل باعتبار أن سعر الصرف يؤثر على كثير من الأسعار الداخلية والخارجية

(*) يقصد بحد خروج الذهب سعر التعادل مضافاً إليه مصاريف نقل الذهب من الدولة المدينة إلى الدولة الدائنة، بما في ذلك مصاريف التأمين على الذهب، أما حد دخول الذهب فهو سعر التعادل مضافاً إليه نفقات نقل وتأمين الذهب من الدولة المدينة إلى الدائنة. وللمزيد من التفصيل عن آلية عمل قاعدة الذهب يمكن الرجوع إلى أي كتاب في الاقتصاد الدولي.

وبالتالي على النشاط الاقتصادي والاستقرار السياسي والاجتماعي. لذلك فإن كل الدول تتدخل ولو بصورة غير مباشرة في سوق الصرف. إذ يظل هذا السوق تحت الرقابة وتحتفظ الحكومات عادة باحتياطي من النقد الأجنبي للتدخل في السوق عند الضرورة.

٢.٦.ج.العوامل المحركة لأسعار الصرف:

هناك العديد من العوامل التي تساهم في تحرك أسعار الصرف صعوداً وهبوطاً. ولعل أكثرها أهمية:

٢.٦.أ.توازن التجارة الخارجية:

ولتوضيح الفكرة نفترض أن اليابان تصدر إلى الولايات المتحدة سلعاً وخدمات. ويرغب المصدرون اليابانيون قبض قيمة صادراتهم بالين الياباني. وهذا يجعل المستوردين الأمريكيين يطلبون الين مقابل الدولار لدفع قيمة وارداتهم، وكذلك إذا رغب المصدر الأمريكي قبض القيمة بالدولار، فعلى المستورد الياباني أن يطلب الدولار. وإذا كان هناك توازن في التجارة بين اليابان والولايات المتحدة، ستكون كميات الين التي يطلبها المستوردون الأمريكيون مساوية لكميات الين التي يعرضها المصدرون اليابانيون، وكذلك يحدث توازن بين الطلب على الدولار والعرض منه. وبذلك يكون سعر الصرف بين الين والدولار مستقراً تماماً.

أما على أرض الواقع قد تكون الصادرات اليابانية إلى أمريكة أكثر من وارداتها منها، مما يدفع المستورد الأمريكي إلى شراء كميات من الين أكثر من تلك التي يعرضها المستورد الياباني، والذي يشتري بدوره من الدولار كميات أقل مما يريد المستورد الأمريكي بيعه. ونتيجة ذلك يحدث فائض في عرض الدولار وقصور في الين. وبالتالي تعمل قوى العرض والطلب على دفع سعر الين إلى أعلى والدولار إلى الانخفاض.

٢.٦.ب.نظرية تعادل سعر الفائدة Interest Rate Parity:

السبب الآخر لتحركات أسعار الصرف بين الدول هو الفروقات في أسعار الفائدة. حيث يمكن توقع تحرك أسعار الصرف لتقليص ذلك الفرق في أسعار الفائدة حتى تصبح متعادلة فيما بين الدول.

ولتوضيح الفكرة نفترض أن مدخراً لديه ١٠٠٠ إسترليني، ويرغب في إيداعها أو استثمارها كأصل خال من المخاطرة في أسهم حكومية بريطانية ولمدة سنة وبعائد ٧٪ سنوياً. بينما إذا وُضعت في أسهم حكومية أمريكية ستكون عوائدها ١١٪. وهذا يغري المدخر لكي يستثمر في أسهم أمريكية، لذا سوف يحول مدخراته إلى دولار. وتقول نظرية تعادل سعر الفائدة بأن ما تربحه نتيجة ارتفاع سعر الفائدة بالدولار قد تخسره نتيجة انخفاض سعر الصرف. بمعنى أن أسعار الصرف تتحرك لتجعل الاستثمار بالجنيه الإسترليني أو بالدولار سواء.

وتعطي العلاقة بين الدولار والإسترليني كما يلي:

$$\frac{\text{معدل سعر الصرف الآجل}}{\text{معدل سعر الصرف العاجل}} = \frac{1 + i\$}{1 + i£}$$

حيث: $ i سعر الفائدة بالدولار لكل فترة زمنية.

£ i = سعر الفائدة بالإسترليني لكل فترة زمنية للاستثمار المنطوي على مخاطرة سوقية أو منتظمة.

وحيث إن السعر الآجل هو نفسه خلال ذات الفترة الزمنية لأسعار الفائدة، فيمكن صياغة ذلك:

$$\frac{\text{١٢ شهراً سعر صرف آجل}}{\text{سعر الصرف العاجل}} = \frac{1 + 0.11}{1 + 0.07}$$

فإذا كان سعر الصرف العاجل 1.805 فيتوقع تحركه خلال سنة إلى:

سعر الصرف الآجل (١٢ شهراً) = $\frac{(1+0.11)\times 1.805}{(1+0.7)} = 1.8725$

وعند هذا السعر يكون سواء لدى المستثمر أن يودع المبلغ بالدولار أو الإسترليني.

إيداع 1000 إسترليني سيعطي 1000 × 1.07 = 1070

إيداع 1000 دولار سيعطي: تحويل 1000 £ إلى $ بسعر عاجل: 1000 × 1.805 = 1805 $

- استبدال الودائع بالدولار تعطي: 1.805 $ (1.11 = 2003.55 $)

- إعادة تحويل الدولار إلى إسترليني في ١٢ شهراً يكون سعر الصرف الآجل: 2003.55 ÷ 1.8725 = 1.070 إسترليني.

وأهم ما في هذه النظرية أن السبب الأول لتحرك أسعار الصرف هو الفرق في أسعار الفائدة، ويجب ألا نخدع بأسعار الفائدة التي تبدو جذابة في عملات أخرى. فإذا كانت أسعار الفائدة أعلى في الولايات المتحدة من مثيلاتها في المملكة المتحدة، يجب الحذر قبل التفكير في تحويل الإسترليني إلى دولار لأن أسعار الفائدة يمكن أن تتحرك لتصبح متعادلة بين الدول المختلفة.

والسبب الثالث الذي يدفع أسعار الصرف إلى التحرك هو الفروق في معدلات التضخم بين الدول، وهذا ما تنص عليه نظرية تعادل القوة الشرائية[1] القائمة على أساس قانون السعر الواحد الذي ينص على أنه بالنسبة للسلع القابلة للتجارة الدولية. يتم تحديد السعر (بين إنكلترا والولايات المتحدة مثلاً) كما يلي:

$$\text{سعر السلعة بالدولار} = \frac{\text{سعر الصرف الفوري بالدولار}}{\text{سعر الصرف الفوري بالإسترليني}} \times \text{سعر السلعة بالإسترليني}$$

وإذا لم يتحقق ذلك يصبح هناك فرص لعمليات المراجحة، إذ يمكن شراء السلعة من البلد الأرخص نسبياً وبعضها في البلد ذات السعر الأغلى.

٣.٦. اتفاقية بريتون وودز والاستقرار المالي والنقدي:

يشكل عام ١٩٢٩ نقطة تحول جوهرية في تاريخ النظام النقدي الدولي. حيث انهارت قاعدة الذهب، وتتابع خروج الدول منها حتى عام ١٩٣٦ الذي شهد خروج كل الدول من العمل في قاعدة الذهب؛ فانهار النظام النقدي الدولي، ووقع تحت وطأة الفوضى والتخبط حتى نهاية الحرب العالمية الثانية. ففي عام ١٩٤٤ اجتمع ممثلو ٤٤ دولة في مدينة بريتون وودز الأمريكية لعقد مؤتمر دولي لمناقشة ذلك الواقع النقدي المتردي.

وتمخض عند هذا الاجتماع اتفاقية لإنشاء صندوق النقد الدولي للاضطلاع بمهمة تحقيق الاستقرار في أسعار الصرف والاستقرار النقدي الدولي. والبنك الدولي للإنشاء والتعمير لتبني مهمة إعمار ما دمرته الحرب، ومعالجة مشاكل انتقال رؤوس الأموال. واتفق المجتمعون على أن القيمة التبادلية لعملة أي عضو سيعبر عنها بالذهب كأساس أو

(١) انظر الملحق رقم (٢)

بالدولار الأمريكي كعملة مساعدة لقاعدة الذهب، مع تعهد الولايات المتحدة بقابلية تحويل الدولار إلى ذهب وفق السعر المحدد (٣٥ دولاراً للأوقية). وحسب ميثاق صندوق النقد الدولي يجب أن تكون أسعار الصرف ثابتة، مع السماح بإمكانية تغيير سعر التعادل، إذا كان من شأن ذلك أن يصلح خللاً جوهرياً في ميزان المدفوعات لبلد ما.

ولا شك أن العمل بهذا النظام كفل ثبات أسعار الصرف بين مختلف العملات. وجاءت اتفاقية بريتون وودز كرد فعل على الفوضى النقدية، ونظام الرقابة على الصرف الذي استخدم فيما بين الحربين العالميتين، وكانت تعكس مصالح القوة الاقتصادية الجديدة - الولايات المتحدة - وطموحاتها في حرية التجارية والهيمنة الاقتصادية. وكانت محنة الحرب العالمية الثانية فرصة ذهبية استغلتها الولايات المتحدة بإصرار وقوة دون خوف من مشكلات الإفراط في الإنتاج، ولكي تنتزع من بريطانية مركز الاقتصاد العالمي. فقد خرجت الولايات المتحدة من الحرب وهي أكبر دولة دائنة لدول الحلفاء، ومع نهاية الحرب كانت تستحوذ على ثلثي ذهب العالم.

وخلال الفترة ١٩٦٥ - ١٩٧١ بلغت التناقضات حدتها بين المراكز الرأسمالية العالمية الكبرى (الولايات المتحدة وأوربا الغربية واليابان) عجلت بنهاية هذا النظام، حيث أعلن الرئيس الأمريكي نيكسون في أغسطس عام ١٩٧١ وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب، الأمر الذي ضرب الأسس التي قام عليها نظام بريتون وودز وأهمها ثبات أسعار الصرف تاركاً العنان للدولار لكي يصبح وسيلة التحويل الرئيسية للتسويات الدولية وليزيد الاقتصاد الأمريكي قوة على قوة عبر سيطرة الدولار.

وبعد أن كانت اتفاقية بريتون وودز تنص على أن تتقلب أسعار الصرف في حدود معينة سمح لها بالتقلب في حدود ٢٫٢٥٪ صعوداً وهبوطاً. وفي عام ١٩٧١ أجري تعديل آخر للاتفاقية قرر حرية الدول الأعضاء في اختيار ما تشاء من نظم للصرف بما في ذلك التعويم.

ومنذ ذلك التاريخ أخذت نظم الصرف بالاختلاف بين الدول، فهناك دول اعتمدت على نظام التعويم، ودول أخرى ربطت عملاتها ببعض العملات القوية، ودول استمرت في استخدام نظام الرقابة على الصرف.

وكان هذا النظام النقدي المستقر يتزامن ويتلاقى مع الفكر الكينزي الذي ساد خلال تلك الفترة، والذي دعا إلى تدخل الدولة في النشاط الاقتصادي، والذي استطاع أن يخرج العالم من الكساد الكبير. وترافق ذلك مع الأسس التي وضعتها اتفاقية بريتون وودز المشار إليها آنفاً. والتي كرست الزعامة الأمريكية للاقتصاد العالمي. عندما وضعت العالم أمام أمرين أحلاهما مر: فإما القبول بالكساد العالمي، وانكماش التجرة الدولية نتيجة الخلل في النظام النقدي العالمي، نتيجة عجز قاعدة الذهب لوحدها عن تأدية دورها في تسوية المدفوعات الدولية. وإما القبول بالسيطرة الأمريكية عبر سيطرة الدولار، حيث كانت الدول الأوربية الغربية مصابة بنوع من «عقدة أوديب» فهي ترفض سيطرة الولايات المتحدة (الأب الأمريكي)، وبنفس الوقت تشعر بأنها مدينة لهذا الأب الذي ساهم إلى حد كبير في إعمارها بعد الحرب في اطار ما عرف باسم «مشروع مارشال».

وبسبب نهوض هذه الدول من جهة، وانشغال الولايات المتحدة بحرب ظالمة وآثمة في فيتنام وزيادة انفاقها العسكري الخارجي فقد أخذ ميزان المدفوعات الأمريكي بتسجيل عجز مستمر ومتفاقم عاماً بعد عام. مما أثار الشكوك حول قدرة الدولار على القيام بدوره الدولي. مما حدا بالولايات المتحدة إلى إعلان وقف قابلية تحويل الدولار إلى ذهب عام ١٩٧١. وكان هذا أول مسمار دق في نعش النظام النقدي الدولي الذي استند إلى ثبات أسعار الصرف، وعلاوة على ذلك، فقد قامت الولايات المتحدة بتخفيض قيمة الدولار (من ٣٥ دولاراً للأوقية من الذهب إلى ٣٨ دولاراً) وأثر ذلك اضطرت بريطانية إلى تعويم الإسترليني عام ١٩٧٢، تلتها سويسرا ١٩٧٣، ثم أعلنت فرنسا تعويم الفرنك. ومع هذه التطورات المتلاحقة والمتسارعة تم الخروج نهائياً عن العمل بقاعدة الذهب، وأسس نظام بريتون وودز، ليبدأ التخبط النقدي الدولي والأزمات التي هزت عرش النظام الرأسمالي، وبدأ تحرير أسواق المال لتبدأ الثورة المالية وسيطرة رأس المال المالي، ولتزيد سطوة أسواق المال والبورصات العالمية على الاقتصاد العالمي.

٦. ٤. الثورة المالية والانفصال بين الاقتصاد الحقيقي والاقتصاد الرمزي:

الأصل في الثروة أنها تمثل الإنتاج المادي والموارد التي تشبع الحاجات المباشرة (سلع استهلاكية) وغير مباشرة (سلع استثمارية)، وبالتالي فالثروة الحقيقية في واقع

الأمر، إنما هي الثروة العينية. أما الثروة المالية لا تعدو كونها حقاً يرد على هذه الثروة العينية. ومع الوقت صار انتقال الثروة العينية يتحقق بصورة مباشرة، من خلال تبادل الحقوق المالية. ومن هنا بدأت تظهر فكرة الأصول المالية التي يتم تداولها بيسر.

لقد أخذت الرأسمالية بالظهور والتشكل منذ نهاية القرن التاسع عشر مع التحول من المنافسة إلى الاحتكار وزيادة تركيز رؤوس الأموال وتصاعد أنشطة البنوك. التي تهافت عليها الاحتكاريون لتمويل أنشطتهم الصناعية والتجارية. ولذلك توطدت العلاقة بين المصارف والمشاريع الصناعية، وتضافرت أموال المصارف مع رؤوس الأموال الصناعية لتشكل رأس المال المالي الذي سيكون له، فيما بعد، الدور الرئيس في الاقتصاد العالمي، فقد أخذت الرأسمالية تكتسب طابعاً طفيلياً ريعياً من خلال توظيف رأس المال وليس استثماره في الأعمال المنتجة التي تدر أرباحاً. وأصبحت البورصات هي التي تعكس صورة هذه الرأسمالية الجديدة.

وخلال الفترة ما بين ١٩٤٥ - ١٩٧١ حيث أعيد إعمار أوروبا في إطار ما عرف باسم مشروع مارشال، سيطر رأس المال الأمريكي ومعه الدولار على الصناعة والتجارة في العالم. وأحدثت تقلبات أسعار الصرف وأسعار الفائدة فوضى وعدم استقرار في أسواق المال العالمية.

ولعل أهم ما يشهده الاقتصاد الرأسمالي المعاصر من تطورات يتمثل في ذلك الانفصال الذي حدث بين الاقتصادين العيني (الحقيقي) الذي ينتج سلعاً وخدمات المالي الرمزي[1] المتمثل في الائتمان والأصول النقدية.

واستندت هذه التطورات في الرأسمالية، إلى تطورات قانونية. فالأصول العينية هي التي تشبع الحاجات الإنسانية، أما الأصول المالية فهي حقوق أو مطالبات على هذه الموارد، كما أسلفنا، وقد ارتبط هذا التمييز بظهور فكرة الحق، إذ كانت علاقة الأشخاص بالأشياء مباشرة، حيث يحوز الفرد الأشياء ويسيطر عليها. والحق يمثل رمزاً

---

(١) الاقتصاد الرمزي: أول من طرح هذا المفهوم الاقتصادي الأمريكي دراكر الذي عرف الاقتصاد الرمزي بأنه حركة الأموال في حين يمثل الاقتصاد العيني حركة السلع والخدمات.

للشيء، ولكن ذلك التطور المشار إليه يتضمن أنه أصبح بالإمكان التصرف في الحق بعيداً عن الشيء ذاته، والذي يقع عليه هذا الحق.

فعلى سبيل المثال، يعتبر السجل العقاري تدويناً للحقوق العينية على العقارات، والتي يتم التصرف فيها فور تبادل الحقوق بين الأفراد، وفي حالة الديون بين الأشخاص ساعدت فكرة الحق الشخصي، كعلاقة قانونية بين الدائن والمدين، على التخلص من الطابع الشخصي، وأضحت هذه العلاقة قابلة للتداول. فقد يتنازل الدائن عن حقه لمستفيد آخر يلتزم المدين تجاهه بأداء المطلوب. كما ساهمت هذه التطورات القانونية في توسيع اقتصاد التبادل ونمو اقتصاد السوق. وفي ظهور فكرة الملكية المشتركة، حيث بدأت بالظهور الشركات المساهمة، والتي يتمثل فيها حق كل شريك في عدد من الأسهم التي يمكنه التصرف فيها بالبورصات أو خارجها. وتجاوزت عملية تداول الأسهم الحدود القومية.

وكذلك لم تعد فكرة المديونية عبارة عن علاقة مباشرة بين الدائن والمدين، فظهرت السندات التي تمثل مديونية قابلة للتداول والتبادل بيعاً وشراء. مما ساهم في تحسين شروط الإقراض والاقتراض وتوسيع المجال أمام المدخرين. ولم يعد المشروع مقصوراً على مكان معين، وأصبح التصرف فيه في البورصات على شكل أوراق مالية متاحاً للجميع.

وبسبب ذلك الانفصال بين الثروة الحقيقية والثروة المالية أصبحت الحقوق المالية مستقلة عن الأصول العينية. فكثير من التقلبات التي تحدث في البورصات لا تعكس تغييراً هاماً في الاقتصاد العيني، فصارت الثروة المالية نوعاً من الثروة الرمزية، تنتقل في البورصات بسرعة الضوء متخطية حدود القوميات والقارات.

وقد تطورت الأدوات المالية بما يتفق وظروف المتعاملين من مدخرين ومستثمرين بائعين ومشترين، وترافق ذلك مع تطور المؤسسات المالية الوسيطة التي ساعدت في تقليل المخاطر. فقد أدى نمو صناديق المعاش والصناديق المشتركة وغيرها إلى زيادة هائلة في جذب رؤوس الأموال إلي بورصات الأوراق المالية.

فقد زادت قيمة الأصول في صناديق المعاش في الدول الصناعية الكبرى عن ١٠ تريليون دولار. وفي الولايات المتحدة بمفردها بلغت قيمة أصول الصناديق المشتركة ٣,٥ تريليون دولار بالمقارنة مع أصول ٤,٥ تريليون دولار في الجهاز المصرفي.

وأشارت التقديرات إلى أن حجم التدفقات السنوية نحو أسواق الأسهم الناشئة ارتفع من ٣,٣ مليار دولار عام ١٩٨٦ إلى ١٥,٨ مليار دولار عام ١٩٩١. ثم قفزت إلى ٦٣ مليار عام ١٩٩٢ فانخفضت إلى ٥٠ عام ١٩٩٦.

وكذلك زاد حجم التدفقات السنوية نحو أسواق الأسهم في دول حوض المحيط الهادي من ٠,٧ مليار دولار عام ١٩٨٦ إلى ١,٥ مليار عام ١٩٩١، إلى ٢٣ مليار عام ١٩٩٣، وانخفض إلى ١٥ مليار عام ١٩٩٦.

وتسارعت التطورات حتى أضحت أسواق المالية مندمجة عالمياً. فالنقود، وهي أهم الأصول المالية لم تعد أمراً وطنياً، بل صار التعامل فيها على المستوى الدولي وبشتى العملات، وكذلك تحررت الأدوات المالية الأخرى من القيود الوطنية، فصارت السندات والأسهم تصدر خارج الحدود القومية. وراحت الأصول المالية من رؤوس أموال نقدية تنتقل من مشارق الأرض إلى مغاربها وبالعكس بسرعة مذهلة، وتتحول من عملة إلى أخرى بلمح البصر. وفي ظل هذا الواقع أخذ العالم يشهد أزمات مالية لا علاقة لها بالأصول الاقتصادية أو الاقتصادات العينية، بل إنها تنجم عن تحركات رؤوس الأموال الساخنة. عاكسة الأزمة التي وصل إليها النظام الرأسمالي المعاصر.

فعلى سبيل المثال، في العام ١٩٨٧ انهارت بورصة نيويورك، مخلفة خسائر قدرت بحوالي خمسمائة مليار دولار في يوم واحد. ولم يكن هذا الحدث الفظيع تعبيراً عن أزمة بورصة عالمية بقدر ما كان يعبر عن الأزمة التي وصلت إليها الرأسمالية عندما تحولت إلى شكلها المالي في مطلع السبعينيات من القرن العشرين. فقد تحولت الولايات المتحدة بأكملها إلى العمل بالمضاربة، وحتى الطبقة الوسطى التي كانت تركز استثماراتها في الأنشطة العقارية، تحولت إلى الاستثمار في الأسهم. ولم يعد مثل هذا الاستثمار مرتبطاً بما تمثله هذه الأسهم بقدر ما أصبح تعبيراً عن حركة رؤوس الأموال المتنافسة للحصول على هذه الأسهم. وكلما تزايدت التوقعات بارتفاع أسعار الأسهم، تزايد

الاقتراض من البنوك لشرائها، فعلى سبيل المثال. منذ بداية العام ١٩٨٧ وحتى انفجار أزمة البورصة ارتفع سعر أسهم إحدى الشركات من ٥٦ إلى ٢٠٠ دولار للسهم.

وكان الرخاء هو الظاهر على الاقتصاد الأمريكي. ولكن هذا الازدهار لم يكن واقعياً مستنداً إلى الاقتصاد الحقيقي، لأن المؤشرات الكلية كانت في أسوأ حالاتها. فقد وصل عجز الموازنة العامة إلى ٢١٠ مليار دولار عام ١٩٨٧. والعجز التجاري ١٥ مليار دولار. وفي الواقع لم تدفع الولايات المتحدة ثمناً لذلك الرخاء الذي نعمت به، إنما دفعه المتعاملون مع الاقتصاد الأمريكي من أوربيين ويابانيين ودول النفط والدول النامية.

وهناك العديد من العوامل والأسباب التي أدت إلى تلك الثورة المالية وهيمنة رأس المال المالي، وتعاظم التعامل في البورصات وتأثيراتها السلبية المدمرة ـ وفيما يلي أهم هذه العوامل.

ظهور المصارف الدولية:

شهد منتصف الستينيات ولادة ظاهرة هامة وخطيرة في أسواق المال الدولية تمثلت في المصارف الخاصة العالمية، والتي اضطلعت، في السبعينيات، بإعادة تدوير أموال النفط الفائضة، والتي أودعتها الدول المصدرة للنفط فيها، بعد «ثورة النفط» في أعقاب حرب أكتوبر/ تشرين ١٩٧٣. وقامت هذه المصارف بإقراض هذه الأرصدة إلى الدول النامية. مما أدى إلى ثورة في العمليات الدولية للمصارف فاقت العمليات المحلية التي قامت بها.

ولعل أهم العوامل التي ساعدت في إنشاء المصارف الدولية، عمليات التدويل التي اضطلعت بها الشركات عابرة القوميات، التي تطلبت متابعة أنشطتها وأعمالها توسعاً في أسواق المال الدولية خلال السبعينيات، وكثيراً ما اندمجت المشاريع مع المصارف، فتراكمت المحافظ المالية للمشروعات لدى المصارف وشركات التأمين، وتوسعت المشاريع في ملكية أوراق المصارف.

وفي نهاية السبعينيات بلغت الودائع في النظام المصرفي الدولي أكثر من ٦٠٠ مليار دولار، ولما كان للمصارف الدولية فروع في كثير من الدول فقد صار ثلث قروضها وثلث أرباحها يأتيان من الخارج.

وتماشياً مع ذلك التوسع السريع في أسواق المال الدولية، طرأ تحول كبير جداً على مصادر التمويل الدولي، وكان النمو في الاقتراض من المصادر الخاصة أكبر منه في المصادر الرسمية. حتى البنك الدولي حصل على ١٠٪ فقط من الدول الأعضاء، والباقي ٩٠٪ من المصارف الخاصة، وازداد الاقتراض المصرفي الدولي من ١٧٠ مليار دولار عام ١٩٧٠ إلى ٨١٠ مليار دولار عام ١٩٨٠. وبعد انهيار نظام بريتون وودز أخذ النظام المصرفي دور النظام النقدي الدولي.

ومع هذا التطور الهائل في أسواق الائتمان الدولية اتسعت المسافة بين الإنتاج الحقيقي والعمليات المالية. مما أحدث تضخماً في الطاقة الائتمانية الدولية. فأضحت بعيدة عن عملية الإنتاج، وانتشرت أعمال المضاربة، وأصبح الحصول على المال هدفاً مباشراً للنشاط الاقتصادي وليس تحقيق حجم إنتاج أكبر.

وفي ظل الازدهار في الاستثمار، ومع تعويم العملات الرئيسية والاتجاه إلى ارتفاع أسعار الفائدة اتجهت أسعار صرف عملات الدول الصناعية نحو الانخفاض، وخاصة الدول ذات العجز الخارجي.

ومن هنا فإن مخاطرة أسعار الصرف في الدول الصناعية وصلت إلى أدنى حدودها من خلال التعامل مع الصرف الآجل فيما بين البنوك الكبرى، بمعنى أن أسعار الفائدة الأعلى تكون على رأس المال المالي المستثمر في عملة أجنبية، حيث تستخدم لصالح المستثمر إذا لم يتوق لمواجهة مخاطر سعر الصرف، ومثل هذا المستثمر قد يلجأ إلى المضاربة.

السوق الأوربية للدولارات:

في مطلع الستينيات، ظهرت السوق الأوربية للدولارات. في ظل النظام النقدي الدولي الذي اعترف بسيطرة الدولار ودوره الهام في هذا النظام الذي فسح المجال للولايات المتحدة لكي «تعاني» من عجز مستمر في ميزان مدفوعاتها. والناجم أساساً عن عجز العمليات الرأسمالية، دون خشية من مطالبة دائنيها الحائزين على دولاراتها، بتحويل هذه الدولارات إلى ذهب، وبذلك بدأ تراكم الدولارات خارج حدود الولايات المتحدة، حيث تكونت أرصدة بالدولار في البنوك الأوربية. وأشارت الإحصائيات أنه

خلال الفترة ١٩٤٨ ــ ١٩٦٤ زادت احتياطيات الدول الصناعية العشر الكبرى من الدولارات بنسبة تراوحت بين ٣ مرات إلى ٣٠ مرة .

وهكذا تكوَّن ما أصبح يطلق عليه السوق الأوربية للدولارات ، والتي تتشكل من المصارف وشركات التأمين والمستثمرين . وأخذت البنوك الأمريكية العاملة في أوربا بالاقتراض من هذه السوق لتمويل الاحتكارات الأمريكية العاملة وفروعها في أوربا . فقامت عمليات التغطية الآجلة لدرء أخطاء أسعار الصرف التي تتضمن عمليتين ، تسدد الأولى مباشرة وتسدد الأخرى في المستقبل . ونتيجة اختلاف أسعار الفائدة ، بدأت رؤوس الأموال قصيرة الأجل بالانتقال عبر سوق منظمة وبعملة مطلوبة ومقبولة عالمياً . وتحولت السوق الأوربية للدولارات إلى سوق لشتى العملات الرئيسية . واتسع الائتمان الدولي وتشكلت القروض الجماعية التي تقدمها مجموعة المصارف معاً ، ونشأت سوق للسندات الأوربية غير خاضعة للضرائب ، أصبح تداولها يجري في سوقين : أولية للإصدارات الجديدة ، وثانوية للتعامل مع الأوراق المالية الصادرة من قبل .

الليبرالية الجديدة:

يتزامن التكامل العالمي ، في المجال المالي ، مع انتشار النظرية الاقتصادية الجديدة التي يعتنقها الكثير من الخبراء والاقتصاديين ، ويقدمونها لرجال السياسة على أنها النهج الوحيد والصحيح . وتدعو هذه النظرية إلى عدم تدخل الدولة وترك الأمور للأسواق لأن ما تفرزه هذه الأسواق هو الصالح ، أما تدخل الدولة فلا يعزز إلا الطالح .

ويتزعم هذه المدرسة الاقتصادي الأمريكي ميلتون فريدمان الذي شن ومؤيدوه هجمة طاغية على كل أشكال الفكر الكينزي . وأدت هذه السياسات التي اعتنقتها السلطات الأمريكية في ظل إدارة الرئيس ريغان ، تأثيرها الواضح في الأحوال النقدية العالمية . وكذلك المملكة المتحدة في ظل زعامة مارغريت تاتشر ، والتي اعتمدت في صياغة سياساتها الاقتصادية على نظرية الليبرالية الجديدة . وكذلك اعتنقت معظم الحكومات الغربية هذه الأفكار .

فأخذ تحرير التجارة بالتوسع، واتسعت حرية انتقال رؤوس الأموال وخصخصة المشروعات الحكومية، والتي أصبحت سلاحاً بيد المؤسسات والمنظمات الدولية التي تسيطر عليها الحكومات الغربية، وهي أضلاع مثلث يتكون من صندوق النقد الدولي والبنك الدولي ومنظمة التجارة الدولية والتي تمثل عماد العولمة. وفي تبني إدارة ريغان لأفكار الليبراليين الجدد، فقد لجأت إلى سد العجز في الحساب الجاري وعجز الموازنة من خلال جذب المدخرات الأجنبية، وكان طريقها إلى ذلك رفع أسعار الفائدة إلى مستويات هائلة (١٩٪) مما خلق تكالباً في الطلب العالمي على الدولار ليرتفع سعره بصورة كبيرة في النصف الأول من الثمانينيات، وأدى ذلك إلى توجه كميات هائلة من الأموال الساخنة، وبمتوسط أكثر من ١٠٠ مليار دولار سنوياً. وأدت هذه الأموال إلى مزيد من الفوضى في أسواق النقد الدولية وتعاظم المضاربات. وتقلبات في أسعار صرف العملات. ولمجاراة الولايات المتحدة قامت الدول الغربية برفع أسعار الفائدة أيضاً، مما قلص حجم الاستثمار في الإنتاج المادي، وزيادة تكاليف رأس المال الثابت والعامل، إذ أصبحت الشركات الصناعية تفضل استخدام ما لديها من سيولة في المضاربات.

وساعد على تقوية الليبرالية الجديدة وانتشارها سقوط الاتحاد السوفيتي والنظام الاشتراكي، حيث بدأ التحول نحو إنشاء دكتاتورية السوق العالمية. وخاصة أسواق المال التي تعبر عن الرأسمالية الصاعدة، والتي عبر عنها أحد الاقتصاديين باسم «الرأسمالية النفاثة»[1] والتي يرى البعض أن انتصارها صار أمراً محتوماً. في حين أنها في طريقها إلى نسف الأساس الذي يضمن وجودها وبقاءها وهو الدولة المتماسكة والاستقرار الديمقراطي. ونتيجة تلك التطورات بدأت دول الرفاهية باستهلاك رأسمالها الاجتماعي عبر ذوبان الطبقة الوسطى وما تحمله من قيم ضمنت الوحدة والتماسك لهذه الرأسمالية.

ويدعو الليبراليون الجدد من اقتصاديين وسياسيين إلى اعتناق النموذج الأمريكي الذي يظهر النتائج السيئة للرأسمالية المعاصرة في الولايات المتحدة حيث يلاحظ بوضوح انتشار واسع للجريمة، وذوبان لكثير من القيم الإنسانية والروحية وتشير إحدى

---

(1) Turb Capitalism.

الإحصائيات حول الجريمة إلى أن كاليفورنيا بمفردها تنفق على السجون ما يعادل ميزانية التعليم. وقد حصن أكثر من عشر الأمريكيين أنفسهم في مبان خاضعة للحراسة، حيث ينفق على الحراس المسلحين ضعف ما تنفق الدولة على الشرطة.

تحرير أسواق المال والتغيرات المؤسسية:

يمكننا القول: إن التوجه نحو العلاقات الاقتصادية المعولمة قد بدأ عندما كانت أوربا لا تزال تعاني من مخلفات الحرب العالمية الثانية. ففي العام ١٩٤٨، تم توقيع اتفاقية الجات بين أوربا الغربية والولايات المتحدة بهدف خلق نظام مشترك للتجارة الدولية. ومنذ ذلك التاريخ أخذت الدول المشاركة بتخفيض تعريفاتها الجمركية، وأخذت الجهود تتركز على إزالة القيود والحواجز من أمام حرية التجارة. ولا شك أن هذا التشابك والتكامل الاقتصادي انعكس على مستويات المعيشة في الدول الصناعية، وكذلك شهدت الدول النامية ازدهاراً نجم عنه ما يطلق عليه في أدبيات التنمية الاقتصادية «مبدأ التساقط»[1] حيث إن النمو الحاصل في العالم المتقدم لابد أن يتساقط أو يتقاطر كالرذاذ على الدول النامية ليرتفع فيها مستوى المعيشة وتنخفض معدلات الفقر.

ولكن مع نهاية عقد السبعينيات من القرن الماضي أخذ هذا الوضع بالتغير نتيجة التحول التاريخي الذي طرأ على السياسات الاقتصادية في الدول الغربية التي أدارت ظهرها للمبادئ الكينزية التي أفرزتها أزمة الكساد العالمي في مطلع الثلاثينيات.

وكانت النظرية الكينزية تنص على تدخل الدولة في الحياة الاقتصادية. فإن حدث ركود تتدخل الدولة لتحريك الطلب الكلي وتفعيله عبر زيادة الإنفاق الاستثماري، وإذا كان الاقتصاد في حالة صعود وازدهار يفوق طاقاته الإنتاجية تعمل الدولة على استخدام الضرائب تفادياً لحدوث التضخم. ويتم تخصيص الإيرادات الضريبية لتسديد الديون التي مولت الإنفاق في حالة الركود.

ولكن ثورتي النفط عام ١٩٧٣ و١٩٧٩ جعلت من الصعب على الحكومات السيطرة على عجز الموازنة والتحكم بالتضخم وأسعار الصرف.

(1) Trickling Down.

وكان مالكو الثروات قد وسعوا آفاق استثماراتهم، فأدخلوا في محافظهم الاستثمارية أصولاً أجنبية، وخاصة شركات التأمين وصناديق التقاعد، وأصبحت المؤسسات وحتى الحكومات تعتمد بصورة متزايدة على الأسواق الخارجية للتمويل عبر إصدار الأوراق المالية وبيعها إلى المستثمرين الأجانب. وبذلك تخلت المؤسسات المالية عن تركيز أنشطتها في أسواق المال المحلية، وتحولت إلى الميدان الدولي. حيث أسس الكثير من البنوك فروعاً خارج الحدود، لتقوم بمنح القروض بشتى العملات. فعلى سبيل المثال تتعامل البنوك الأوربية أو اليابانية العاملة في لندن بالودائع والقروض بالعملات الرئيسية الدولية والتي أطلق عليها «سوق العملات الأوربية» وصارت أسواق المال عالمية نتيجة العديد من العوامل مثل: زيادة حجم التجارة الدولية والتطورات التكنولوجية وخاصة في مجال الاتصالات.

فخلال العقود الثلاثة الأخيرة ازداد حجم التجارة الدولية بنسبة أكبر من زيادة حجم الإنتاج العالمي، فخلال الفترة (١٩٦٤ ـ ١٩٨٥) نمت قيمة الدولار المخصص للتجارة الدولية بمعدل سنوي ١٢,٧٪، بينما نمت قيمته للإنتاج العالمي بمعدل ١٠,٤٪. وتطلب هذا التزايد في حجم التجارة العالمية نمواً في تجارة الخدمات المالية والقروض خارج الحدود القومية.

وقد أسهم التقدم التكنولوجي في مجال الاتصالات ومعالجة البيانات في توسيع المعاملات المالية الدولية، وخفض تكاليف تدفق المعلومات والمعاملات. وأصبحت التبادلات المالية في أجزاء مختلفة من العالم مثل نيويورك وطوكيو ولندن وسنغافورة مرتبطة بواسطة التكنولوجيا الجديدة تتعامل بالأوراق المالية على مدى اليوم بكامله.

التكامل المالي الدولي وأوربا الموحدة:

لاشك بأن الدفعات الهامة لإتمام التكامل الدولي في مجال رأس المال كانت في سياق هدف إنشاء أوربا الموحدة. فمنذ العام ١٩٩١ بدأت الاجتماعات تتلاحق في مدينة ماستريخت الألمانية للنظر في اتفاقية وحدة النقد الأوربي، الذي سيلغي العملات المحلية لصالح عملة واحدة، وتهدف الدول الأعضاء إلى التغلب على الكثير من مساوئ التشتت

النقدي الذي كان سائداً من قبل حيث لم تعد الدول الصغيرة بحاجة إلى دفع أسعار فائدة أعلى، ولن يدفع المواطنون فارق سعر البيع والشراء للبنوك عند تحويل عملة إلى أخرى. ولعل الأكثر أهمية في هذه الوحدة النقدية أنها ستدرأ أخطار تقلبات أسعار الصرف المفاجئة.

ويعني وجود بنك مركزي واحد لدول الاتحاد أنه لم يعد بمقدور أية دولة بمفردها تخفيض سعر العملة لتشجيع صادراتها الوطنية، وهذا يحتم التنسيق التام بين السياسات المالية والضريبية والاجتماعية.

وقد اختلفت الآراء حول هذا الاتحاد النقدي. فألمانيا ـ الدولة الأكبر والأقوى من بين دول الاتحاد ـ رأت أن هذا المشروع سيضمن وحدة أوربا سياسياً. ولكنه سيؤثر على فرص العمل في ألمانيا. أما بريطانيا، والتي لم تدخل مشروع العملة الموحدة حتى الآن ـ رأت أن هذه الوحدة النقدية ستؤدي إلى تشتيت أوربا مرة أخرى. وقد رأت فرنسا على لسان وزير ماليتها أن نجاح المشروع سيجعل اليورو عملة الاحتياط الرئيسة في العالم، وأن أوربا ستكون نداً للولايات المتحدة. ولكن رجال المال والاقتصاد راعهم طرح فكرة فرنسا في التدخل الحكومي ضد قوى السوق. والذي سيكلف الاتحاد الأوربي ـ على حد رأيهم ـ تكاليف باهظة، لأن المعايير التي وضعتها اتفاقية ماستريخت ألا تزيد مديونية الدولة العضو على ٦٠٪، وألا يتعدى عجز الموازنة ٣٪ من الناتج القومي الإجمالي. وبعد أربع سنوات من الاتفاقية، وجدت فرنسا نفسها مضطرة إلى استنساخ السياسات النقدية والألمانية مما ترتب عليه دفع المشاريع الفرنسية فوائد أكثر على القروض لحماية سعر صرف الفرنك ضد موجات المضاربة.

وقد بدأ تيار جارف من إجراءات التحرير، ساعد في توسيع التجارة بالسلع والخدمات، حيث نصت الاتفاقية على إزالة كل العقبات والقيود عن رأس المال ليتدفق بحرية بين الدول الأعضاء في المجموعة الأوربية. وسمحت الاتفاقية للدول الأعضاء بفرض قيود على رأس المال في حال نشوء أزمات في أسواق المال وموازين المدفوعات.

ويستطيع أي مصرف من دول المجموعة أن يقوم بأعماله في أي مكان فيها حيث تخضع الأنشطة خارج الحدود إلى قوانين البلد الأم، وحتى ولو اختلفت عن قوانين الدول المضيفة.

وكذلك تم إجراء تحرير إضافي فيما يتعلق بتداول الأوراق المالية، من أجل إنشاء سوق أوربي موحد للأوراق المالية من خلال ربط أسعار الصرف في الدول الأعضاء. وإذا تحقق ذلك، فإن شركة مسجلة في سوق باريس للأسهم سيكون لها الحق بالتعامل في كل العملات الأخرى، أو بالأسواق الأخرى مثل فرانكفورت ولندن وميلانو.

أما عن مسيرة تحرير رأس المال فقد بدأت إرهاصاتها الأولى منذ منتصف السبعينيات. حيث بدأت معظم الدول بإزالة القيود عن تدفقات رأس المال. فبدأت الولايات المتحدة برفع القيود أمام الشركات الأجنبية للاستثمار في السوق المالية الأمريكية في ظل ظروف مشابهة لتلك المطبقة على البنوك المحلية. وعام ١٩٨٨ أصبح في الولايات المتحدة أكثر من ٥٠٠ بنك أجنبي تحوز على أكثر من ٢٠٪ من إجمالي أصول النظام المصرفي. أما ألمانيا فقد أبقت القيود على رأس المال حتى مطلع السبعينيات مستهدفة تشجيع حيازة الأصول الألمانية من قبل الأجانب، حيث حظرت الحكومات دفع الفائدة لغير المقيمين، ففرضت الضرائب على أموالهم في البنوك الألمانية، ومنعتهم من شراء السندات الألمانية، ولكن كل هذه القيود ألغيت عامي ٧٣/ ١٩٧٤. أما فرنسا التي أحكمت قيودها على التدفقات الخارجية إبان حكم الاشتراكيين ١٩٨١، اضطرت إلى إزالتها مع نهاية الثمانينيات. وبدأت المملكة المتحدة تحرير أسواق رأس المال عام ١٩٧٩. فألغت القيود على الصرف وسمحت للشركات الأجنبية بتوسيع أنشطتها في سوق المال. وخلال السبعينيات حظر على المقيمين الأجانب في اليابان حيازة أي نوع من الأصول داخل اليابان. ثم تمت إجراءات التحرير المالي على دفعتين الأولى عام ٧٩/ ١٩٨٠ حيث سمح بحيازة الأصول اليابانية، والثانية في ١٩٨٤ عندما تم تحرير التدفق الخارجي لرأس المال، وسُمح للبنوك اليابانية بالإقراض خارج الحدود.

وجاءت الوحدة الأوربية لتزيد من خطوات التحرير المالي بحرية تامة، كما أسلفنا قبل قليل.

وعام ١٩٩٠ أحدثت منطقة التجارة الحرة بين الولايات المتحدة وكندا مما شجع على تحرير المعاملات المالية بين البلدين.

أما فيما يتعلق بالدول النامية، فقد حققت خطوة في مجال تحرير أسواق رأس المال فالعديد منها شجع تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إليها، من خلال السماح للمستثمرين الأجانب بشراء الأسهم المحلية. ومن الطرق الشائعة في الدول النامية للاستثمار في أسواق الأسهم الأجنبية هي استخدام الصناديق المشتركة كأدوات استثمارية.

وهذا التحرير الممنهج والمخطط لأسواق المال، وانخفاض تكاليف المعاملات ساهم بشكل كبير في تكامل أسواق المال العالمية، فأصبح حجم التعامل في سوق الصرف الأجنبي ضخماً جداً، ومن الناحية النظرية يعني السماح لرأس المال بالحركة وتحرير أسعار الصرف أنها مؤشر جيد على صلاحية السياسات المالية أو فشلها.

أما في عالم الواقع، فإن سعر الصرف لا يعتبر دليلاً على مدى نجاح أو فشل السياسات المالية، ففي كثير من الأحيان قد تعاني أسعار الصرف من تقلبات ضخمة لأسباب قد تبدو بعيدة عن أساسيات الاقتصاد الكلي.

ولا شك في أن ما ساعد على تحرير أسواق المال التطور الصناعي الهائل وتنامي المؤسسات المالية التي بدأت تنظر إلى الرقابة والبيروقراطية كعقبة أمامها. وبدأت إجراءات التحرير نتيجة الضغوط التي واجهتها الحكومات. فالدول التي اتبعت وسائلها الرقابية والقيود واجهت ضغوطاً من الشركات الكبرى، التي ادّعت واشتكت بأنها لا تستطيع الحصول على رؤوس أموال بفوائد منخفضة من الخارج. الأمر الذي حدا بالدول الأوربية إلى إلغاء قيودها على تحركات رأس المال وأسعار الصرف. كما أن صندوق النقد الدولي أدى دوراً هاماً في ذلك، من خلال ربط القروض التي يقدمها إلى الدول بشرط تحرير سعر صرف عملاتها وانفتاحها على أسواق المال العالمية في إطار ما أطلق عليه برامج الإصلاح الاقتصادي والتكيف الهيكلي.

وبهذا وعبر السياسات المتلاحقة والمستمرة التي شرعتها الحكومات والبرلمانات تطور ذلك الجهاز المستقل وهو سوق المال، والذي أصبح يقف أمامه الاقتصاديون ورجال السياسة كما لو أنه حتمية تاريخية ونظام طبيعي ليس أمام الدول إلا الإذعان له. وبهذا تعولمت المعمورة، وارتبطت الدول من خلال أموال البنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار.

٦.٥ . طغيان المبادلات المالية على الإنتاج المادي وتطور المضاربة:

لكي تصبح الصورة واضحة حول سيطرة رأس المال المالي وانفصاله عن الإنتاج المادي، لابد من إيراد بعض الإحصائيات عن حجم التداول في أسواق المال وخاصة أسواق الصرف الأجنبي. ففي عام ١٩٧٣ قدر حجم التعامل اليومي في أسواق الإنتاج المادي ١٥ مليار دولار، ارتفع عام ١٩٨٣ إلى ٨٨٠ مليار دولار ثم إلى ١,٣ تريليون دولار عام ١٩٩٥. ولم يكن حجم المعاملات بالأصول المالية عام ١٩٨٠ أكثر من ١٠٪ من حجم الناتج المحلي للدول الصناعية الأساسية «الولايات المتحدة واليابان وألمانيا»، وارتفعت هذه النسبة عام ١٩٩٣ إلى ١٣٥٪ في الولايات المتحدة، و١٧٠٪ في اليابان، و٨٠٪ في ألمانيا، وكانت معدلات نمو المعادلات المالية تفوق بكثير معدلات النمو في التجارة الدولية.

ومن ناحية أخرى بلغت القيمة السنوية للصادرات العالمية ١,٣ تريليون دولار عام ١٩٧٧ في حين بلغ حجم التعامل في أسواق الصرف الأجنبي ٤,٦ تريليون دولار أمريكي (أي إن قيمة الصادرات ٢٨٪ من حجم التعامل في الصرف الأجنبي) أما عام ١٩٩٥ وصلت قيمة الصادرات على مستوى العالم ٤,٨ تريليون دولار في الوقت الذي بلغ فيه حجم التعامل في أسواق الصرف الأجنبي ٣٢٥ تريليون دولار. (أي إن قيمة الصادرات انخفضت إلى ١,٥٪ من حجم التعامل في أسواق الصرف) بمعنى آخر، بين كل ١٠٠ دولار يتم التعامل فيها على المستوى الدولي يستخدم ١,٥ دولار لتمويل الصادرات من السلع والخدمات، والباقي (٩٨,٥٠ دولار) تستخدم لأغراض الاستثمار المالي والمضاربة في البورصات.

أما عن حجم التعامل اليومي فهناك إحصائيات تشير إلى أن حجم التعامل اليومي في أسواق الصرف عام ١٩٩٥ بلغ ١,٣ تريليون دولار، بينما الاحتياطيات الدولية الرسمية من العملات الأجنبية على المستوى العالمي ١,٢ تريليون دولار.

ويبدو من هذه الأرقام أن نمو المعاملات المالية يفوق بكثير معدلات نمو التجارة الدولية، حيث أصبحت الاقتصادات رمزية تتأثر بعدة رموز مثل أسعار الفائدة ومؤشرات الأسهم والشائعات. ولم يعد الاقتصاد الرمزي معبراً عن الاقتصاد الحقيقي، بل أصبح لكل منهما دورته الخاصة والمستقلة.

ومن الواضح أن البنوك المركزية لم تعد قادرة على مواجهة جهود كبار المضاربين للتأثير على مستويات سعر الصرف، لأن صناديق الاستثمار التي يديرها المضاربون تستطيع الحصول على مليارات الدولارات لتحركها بسرعة البرق عبر العالم. ففي العام ١٩٩٥ تم تحريك ما يعادل ١,٥ تريليون دولار في نفس اليوم.

وقد أصبحت طبقة المتاجرين بالعملات والأوراق المالية ذات تأثير هائل، فلم يعد بإمكان أي دولة أو مشروع التخلص من قبضتهم. فهم قادرون على توجيه سيول جارفة من الأموال التي تتزايد يوماً بعد يوم. وأضحى بمقدورهم التحكم بمصائر أمم بأسرها إفقاراً أو رفاهية. ومدخلهم إلى ذلك أسواق المال من البورصات والبنوك وشركات التأمين وصناديق الاستثمار وغيرها.

بدأ السياسيون يدركون مدى ذلك التأثير الذي يمارسه أولئك المضاربون. وتلك الأيدي الخفية التي تحرك الأسواق العالمية. فعام ١٩٩٢ حينما اتبع كثيرون من مديري البنوك وصناديق الاستثمار نهج عملاق المال «جورج سوروز» عندما راهنوا بمليارات الدولارات على أن قيمة الجنيه الإسترليني سوف تنخفض، وكذلك الليرة الإيطالية، لم تتمكن البنوك المركزية الأوربية من دعم قيمة العملات رغم تجنيدها لمعظم أو كل الاحتياطيات من الدولار والمارك، وكانت النتيجة أن انسحبت عدة دول من نظام النقد الأوربي، وسيتم الحديث عن هذه الأزمة فيما بعد.

وكل ما استطاعت الحكومات فعله، مع تضييق الخناق عليها من المضاربين، أن كالت الاتهامات والانتقادات والتذمر، دون أية جدوى. فقد وصف الرئيس الفرنسي شيراك طبقة المضاربين بأنها وباء الاقتصاد العالمي مثل مرض الأيدز. وكذلك جون ميجور دعى إلى فرض الرقابة الحكومية، ورقابة دولية على أسواق المال لأن من الخطأ تركها بهذه الحرية.

وتجدر الإشارة إلى أن كل ذلك بعيد عما يدعي البعض بأنه لا يخرج عن نظرية المؤامرة. فلا يوجد تواطؤ على تخفيض عملة هذا البلد أو ذاك أو رفع أسعار الأوراق المالية في البورصات. ولكن ما يحدث لا يخرج عن كونه نتاج طبيعي للسياسات التي انتهجتها الحكومات في الدول الصناعية الكبرى عندما حررت الأسواق من كل القيود،

منذ السبعينيات، تلك القيود التي مكنتها في العقود السابقة من السيطرة على تنقلات رؤوس الأموال.

وانتشار الحرية الاقتصادية التي استندت إلى نظرية الليبرالية الجديدة، المشار إليها سابقاً، هو الأساس لتلك السياسات. فقبل منتصف الثمانينات لم يكن هناك ارتباط بين سوق فرانكفورت للسندات الحكومية في ألمانيا، وسوق لندن للأسهم البريطانية، وسوق شيكاغو للمعاملات الآجلة. أما اليوم أصبح بإمكان كل فرد التعرف على مستويات الأسعار السائدة في كل بورصات العالم، وإجراء صفقات بيع وشراء تؤثر في هذه الأسعار. وبذلك أصبح الانخفاض في أسعار الفائدة الأمريكية مثلاً. يرفع أسعار الأسهم في شرق آسيا. فعندما يصبح الاستثمار في سندات الدين الحكومي الأمريكية أقل عائداً يتحول المستثمرون إلى الأسهم الأجنبية. وبناء على ذلك صار من الممكن أن يؤدي انخفاض سعر الفائدة على القروض اليابانية إلى ارتفاع سعر سندات الدين الحكومي الألمانية. وعلى هذا أصبح على كل من يرغب في اقتراض مال معين الدخول في منافسة مع كل المقترضين في العالم.

ضريبة توبين لتوجيه أسواق المال:

يبدو مما سبق أن حكومات الاتحاد الأوربي تخاطر في صراعها مع المتاجرين بالعملات وأصحاب الأموال المستثمرة في صناديق الاستثمار. ولو أخفق مشروع الاتحاد النقدي سيفقد مشروع التكامل الأوربي الثقة، وكذلك ستخسر الدول الأوربية ما هي بأمس الحاجة إليه في عصر العولمة، وهو القدرة على اتخاذ القرار الجماعي. وهذا المأزق ليس أمراً طبيعياً وحتمياً وغير قابل للمواجهة، إنما هو خيار طوعي قررته الحكومات والبرلمانات التي كانت تصادق على خطط الحكومات نحو تحرير الأسواق إلى أكبر حد ممكن. . وعار عن الصحة القول بأن السيطرة على المضاربين بالعملات أمر غير ممكن. . لأن بإمكان الحكومات السيطرة على ذلك من خلال تشريع نظام نقدي عالمي يحقق الاستقرار على غرار نظام بريتون وودز الذي دمرته السياسات الأمريكية بصورة خاصة.

واعتقاداً منه، أن حرية انتقال رأس المال دون قيود، تضر بالقطاعات الإنتاجية فقد اقترح الاقتصادي الأمريكي جميس توبين الحد من أنشطة أسواق النقد الدولية ذات

الجدارة العالية، من خلال فرض ضريبة بنسبة ١٪ على كل معاملة تتم بالعملات الأجنبية، ومن شأن هذا أن يفشل الجهود الرامية إلى استغلال الاختلاف في مستويات أسعار الفائدة السائدة في الأسواق. مثلاً . . يتعين على المستثمر الذي يرغب في التحول من أوراق مالية مصدرة بالمارك وبفائدة منخفضة إلى أوراق مالية مصدرة بالدولار وبفائدة أعلى أن يدفع إلى الحكومة ما قيمته ٢٪ من رأسمال المستثمر وفقاً لرأي توبين.

ولا شك أن مثل هذه الضريبة تفيد الاقتصاد العيني أو الحقيقي، حيث يتمكن كل بنك مركزي من التحكم في مستوى الفائدة الوطنية بحرية تامة (بصورة مستقلة عن المصارف الأخرى) وبذلك فحتى لو كان الاقتصاد الأمريكي مزدهراً، سيبقى بوسع الأوربيين الذين يعانون من الركود إقراض نقودهم بفائدة أقل من السائد في أمريكة.

وضريبة توبين لا تمنح الحكومات الحرية في تحديد أسعار الفائدة كما يروق لها، وتصبح أسعار الصرف تابعة في تحركاتها للمعطيات الاقتصادية الأساسية (الإنتاجية) وعندها تتمكن البنوك المركزية من ممارسة مهامها المتمثلة في تحقيق استقرار أسعار الصرف.

ويقدر الخبراء أن العائد المالي للضريبة، فيما لو فرضت، سيتراوح بين ١٥٠ ـ ٧٢٠ مليار دولار. ولا شك أن هذا سوف يخفف من عجز الموازنات الحكومية، وسيعيد إلى الخزينة ما تخسره من جراء التهرب الضريبي.

ويعتبر الكثيرون أن اقتراح توبين منطقي وهام جداً من الجانب النظري. ولكن معارضة المضاربين ورجال المال تحول دون تطبيقه، لا سيما في لندن ونيويورك، فلو طبقت الدول الصناعية الكبرى هذه الضريبة، سوف يعمل المستثمرون على نقل عملياتهم خارج الحدود في تلك الجزر البعيدة مثل (كمين) وغيرها للتهرب من الضريبة. وعبر عن ذلك أحد المستثمرين الأمريكيين، مهدداً أنه لو تدخلت الحكومات في أعمالهم لسوف يقومون بنقلها إلى سفن ترسو في وسط المحيط!

ورغم العجز في ميزانيات الحكومات في الدول المتقدمة الغربية، فقد رضخت لتلك التهديدات، وكان تبريرهم لذلك أن هذه الضريبة لن تحقق النجاح المرجو منها إلا إذا اعتمدتها كل دول العالم بالإجماع. ولا يخلو هذا التبرير من الحقيقة، لأن التحكم بالقطاع المالي، ولو

بصورة جزئية ، من الصعوبة بمكان ولا سيما بعد أن زادت شراسته واستشرت وحشيته ، وما دامت الدول تتنافس على رؤوس أموال هذا القطاع لخلق فرص عمل جديدة .

وفي دراسة جديدة له عام ١٩٩٥ اقترح توبين أن تفرض الضريبة على خطوات . فتبدأ بإخضاع كل دولة إقراض عملتها إلى المصارف الأجنبية إلى ضريبة إضافية تحد من القروض التي تزود المضاربين بالسيولة ، مما يؤثر في قدراتهم .

ويتساءل الكثير من الاقتصاديين ورجال السياسة حول السبب الذي يمنع الحكومات من وضع بعض القواعد والتشريعات التي تضبط أداء أسواق المال . ويرد على ذلك رجال البنوك بالاستياء والدفاع عما أطلقوا عليه «تشويه سمعة المضاربين» .

ورغم نداءات الاستنكار والدعوات المتتالية إلى الرقابة والتدخل ، إلا أن الحكومات أذعنت لهذه القوى العاتية . ولكن مهما بلغت هذه الفوضى المالية العالمية فلا بد من إخضاع أسواق رأس المال إلى الرقابة . لأن ما يحدث في أسواق المال أصبح يخيف حتى المتعاملين في هذه الأسواق ، ففي هذا العالم الذي تتشابك فيه هذه العمليات من خلال أجهزة السيطرة الإلكترونية بدأت مظاهر الخطر تطفو على السطح بصورة تشابه المخاطر النووية .

فالخسائر التي يتعرض لها الأفراد والبنوك . لا تقتصر فقط على هؤلاء إنما تمتد إلى مصارف أخرى وصناديق استثمار ضخمة . فإفلاس بنك واحد رئيسي قد يؤدي إلى إفلاس بنوك أخرى في العالم . وسرعان ما يمتد الخطر إلى البورصات . وبالتالي إلى أسعار الصرف ، وفي النهاية سيتأثر الاقتصاد الحقيقي الإنتاجي .

وليس من المبالغة بمكان تشبيه المخاطر المحيقة بأسواق المال بتلك المخاطر الناتجة عن المفاعلات النووية ، من حيث قلة احتمال حدوث الكارثة وإن وقعت فتكون نتائجها مدمرة .

وهذا ما يدعو السلطات في الدول الصناعية الكبرى من طوكيو إلى فرانكفورت توجيه البنوك إلى تغطية رأسمالها بنسبة ٨٪ من إجمالي القروض كحد أدنى . فإذا أعسر أحد المقترضين الكبار عن التسديد ، يتمكن رأس المال من تغطية النقص ، ولكن المتاجرة

بالمشتقات أفرغت هذه القاعدة من مضمونها لأن الديون على المتاجرين بالمشتقات لا تظهر في الميزانيات دائماً، وإن ظهرت يكون تقييم مخاطرها من اختصاص بيوت المال نفسها.

ولم يعد البنك المركزي في أي بلد هو الذي يحدد أسعار الفائدة في سوق المال المحلية، بل يقرره أولئك المضاربون اللاهثون وراء الأرباح واقتناصها بسرعة تكاد توازي سرعة الضوء، ويتصارعون للحصول على أفضل الشروط للاستثمار، مستخدمين شبكات الحواسب التي تغطي المعمورة، وينتقلون خلال دقائق من سوق إلى أخرى، ومن زبون إلى آخر، من هونغ كونغ إلى طوكيو إلى لندن عاقدين صفقات قيمتها مئات الملايين بل مليارات الدولارات.

أسواق المال وحرب العصابات (الانتقام):

يلاحظ المراقب لما يجري في البورصات العالمية أن حروباً مالية تحدث، وقد لا يكون الدافع منها قنص الأرباح وجني المليارات، بقدر ما يكون ردود فعل على سياسات معينة. وخير مثال على ذلك ردود الفعل التي تجري على التسلط والهيمنة والعجرفة التي تمارسها الولايات المتحدة لبسط نفوذها على كل بقعة في هذا الكوكب مما يولد ردود فعل عدائية.

فقد قرر مهاتير محمد رئيس وزراء ماليزيا عام ١٩٨٨ التمرد على عجرفة الغرب وتكبره، حيث أصيب البنك المركزي الماليزي بخسائر فادحة نتيجة سياسة أسعار الفائدة المرتفعة التي أدت إلى ارتفاع سعر صرف الدولار في ظل حكومة ريغان.

وبالاتفاق مع اليابان وبريطانيا وألمانيا قررت الولايات المتحدة خفض سعر الدولار بنسبة ٣٠٪ من قيمته. مما قلص قيمة احتياطيات ماليزيا من الدولارات إلى درجة كبيرة. وقرر رئيس البنك المركزي عدم الخضوع لقواعد اللعبة التي توجب على البنوك المركزية السعي الدائم لتحقيق الاستقرار النقدي.

لذلك استغل كل امتيازات البنك المركزي ليضارب ضد عملات الدول الصناعية السبع. فيقومون ببيع المصارف مليارات من عملة معينة في نفس الوقت، مما يسبب فقدان الثقة بالعملة المقصودة، وبالتالي انهيار سعر صرفها إلى حد كبير. ومن ثم يعودون إلى شراء هذه العملة من جديد محققين أرباحاً باهظة. ومثال ذلك تلك الهجمة التي شنها الماليزيون على الجنيه الإسترليني عام ١٩٩٠ عندما ضخوا في السوق مليار إسترليني

خلال عدة دقائق . مما خفض قيمة الجنيه ، ولا شك أن هؤلاء كانوا مدعومين من دول أخرى . . وعبر أحد المسؤولين في البنك المركزي الأمريكي عن ذلك عندما قال : إن هؤلاء لو قاموا بهذه المضاربات في إحدى بورصات العالم الخاضعة لرقابة الدولة ، لزج بهم في السجون . ولكن وجود هذه الرقابة غير قائم في الواقع . . ولكن تلك المضاربات أدت بماليزيا إلى خسائر بلغت أكثر من ٦ مليار دولار عندما انسحبت إنكلترا من نظام النقد الأوربي .

الفصل السابع
انهيار أسواق المال
وتحليل الأزمات

أوضحنا في الفصل السابق أن أهم مظاهر العولمة زيادة درجة انفتاح أسواق المال وتكاملها واندماجها؛ بحيث تتم المعاملات خلال لحظات فيما بين البورصات العالمية من مشارق الأرض إلى مغاربها. وتطال هذه العولمة الكثير من الدول النامية التي أخذت بتحرير قطاعاتها المالية والمعاملات الرأسمالية في موازين المدفوعات، الأمر الذي ساهم إلى حد كبير في زيادة التدفقات النقدية وخاصة رؤوس الأموال قصيرة الأجل، التي يطلق عليها رؤوس الأموال الساخنة، التي تساهم في تغطية العجز المالي وزيادة الاستهلاك المحلي، وبنفس الوقت قد يؤدي استخدامها في المضاربة إلى حدوث الأزمات المالية، وقد حدث هذا بالفعل في كثير من الدول من دول أمريكية اللاتينية حتى دول جنوب شرق آسيا، وحتى دول أوروبا الغربية وأمريكة الشمالية. وتبدو خطورة هذه الأموال الساخنة في أنها تتحرك عند أول علامة خطر فيما يتعلق بأسعار الفائدة، ومعدلات التضخم، وتغيرات أسعار الصرف. كما أن استجابتها سريعة إلى التقارير والتقييمات التي تنشرها المؤسسات المالية العالمية عن الاقتصادات المحلية وأسواقها المالية، الأمر الذي يدفعها إلى الهروب بسرعة وبكميات هائلة وبأوقات غير متوقعة، مما يؤثر على الاستقرار الاقتصادي. فترتفع أسعار الأصول بصورة غير مبررة، وتتحفز المضاربة وتزيد الضغوط التضخمية والضغوط على أسعار الصرف، وبالتالي تحدث خللاً خطيراً في كل السياسات النقدية والمالية، قد تقف الحكومات عاجزة عن إصلاح هذا الخلل خلال مدى زمني قصير.

وهذا يدعو إلى أن يخضع فتح أسواق المال المحلية أمام تدفقات رؤوس الأموال الأجنبية إلى إجراء ترتيبات فيما يتعلق بالنظام المالي وبقابلية العملة المحلية للتحويل لغير المقيمين، بصورة تضمن خروج رأس المال الأجنبي في أي وقت، لأن عائد الاستثمار لغير المقيمين يعتمد بالأساس على تحركات أسعار الصرف.

فإذا أظهر ميزان مدفوعات بلد ما عجزاً بلغ حداً كبيراً وغير متوقع ، فإن هذا سيدفع إلى التكهن بانخفاض سعر صرف العملة عاجلاً أو آجلاً . الأمر الذي يحدو بالمستثمرين إلى بيع الأصول المالية للخروج بأموالهم إلى مكان آخر أكثر أماناً ، مما يؤدي إلى موجة انخفاضات في أسعار هذه الأصول من جهة ، ويشكل ضغطاً على سوق الصرف الأجنبي التي يتم فيها تحويل الأموال من العملة المحلية إلى عملات أجنبية .

وعادة ما يتم التصدي لانخفاض سعر صرف العملة المحلية ، من خلال رفع أسعار الفائدة لتعويض المستثمر عن خسارته الناتجة عن انخفاض سعر الصرف ـ وقد يقود ذلك إلى رفع تكلفة الأموال ، مما يحفز موجة جديدة من بيع الأصول المالية . وبالتالي انخفاض أسعارها من جديد والضغط على سوق الصرف الأجنبي .

وعادة ما تتبع الحكومات سياسة استخدام الاحتياطي الرسمي بالعملات الأجنبية للحفاظ على سعر صرف عملتها المحلية ، فيأخذ هذا الاحتياطي بالتقلص ، مما يثير الخوف من المستقبل ، وبالتالي تبدأ حركة جديدة من بيع الأوراق المالية للخروج من السوق المحلية . ومن جهة أخرى يعتبر الاحتياطي من أهم عوامل ترتيب الجدارة الائتمانية للدول من قبل المؤسسات المالية الدولية وكبار المستثمرين الدوليين ، وتدهوره يخفض ترتيب الدول ، من حيث الجدارة الائتمانية والاستثمارية ، مما يشكل دافعاً للخروج من أسواق المال المحلية ، وبالتالي ضغطاً على أسعار الأصول وعلى أسعار الصرف . . وهكذا تستمر هذه الحلقة لتحدث الأزمة والانهيار .

وفي هذا الفصل سوف ندرس الأزمات والانهيارات الأكثر شهرة وأهمية في أسواق المال ، من خلال تحليل أسبابها ونتائجها وهي : أزمة بورصة نيويورك ١٩٨٧ أزمة النقد الأوربي ١٩٩٢ ، أزمة المكسيك ١٩٩٤ ـ أزمة دول شرق آسيا ١٩٩٧ .

١ . ٧ . حالة انهيار بورصة نيويورك ١٩٨٧ :

في العام ١٩٨٧ (١٩ أكتوبر) شهد العالم أخطر الأزمات المالية . والتي لم يَفُقْها سوى أزمة الكساد الكبير ١٩٢٩ .

في بداية عام ١٩٨٧ كانت المملكة المتحدة في فترة صعود في السوق ولمدة ١٢ سنة . حيث لم يعانِ الكثير من جيل العاملين في الأسواق المالية الإنكليزية من فترات هبوط .

في نيويورك كان مؤشر تداول الأسهم أعلى بمقدار الثلث في أكتوبر عنه في يناير ١٩٨٧ . وكذلك الحال في مراكز مالية أخرى مثل هونغ كونغ وفرانكفورت . حيث كان صعود الأسواق ظاهرة عالمية . . وقبيل حدوث الانهيار في بورصة نيويورك . بلغ المؤشر ذروته حيث ارتفع بمعدل ٤٠٪ بين بداية السنة ونهايتها . وفور حدوث الأزمة . انخفض مؤشر تداول الأسهم في المملكة المتحدة بحوالي ثلث قيمتها خلال ثلاثة أيام ، مقوضة كل المكاسب التي تحققت خلال السنة ، وهبط تداول الأسهم بصورة حادة ، وكذلك تأثرت الإصدارات الجديدة من الأسهم بصورة كبيرة والتنظيم المالي لصناعة الأصول في إنكلترا لم يكن قد مضى عليه سنة واحدة ، حتى احتاجت البنوك خارج حدودها إلى تشريع تسهيلات فيما يتعلق بالسوق ونظام السمسرة . ولكنها لم تكن كافية ، حيث كانت هناك طاقة فائضة في عدد الأنشطة ، ولم تكن القيود الإدارية للتعامل مع توسع الأنشطة عملية . فعلى سبيل المثال دفعت البنوك مبالغ كبيرة للحصول على تسهيلات للسمسرة ، مما زاد التكاليف باستمرار للسمسرة والمتحكمين في السوق الذين اشتريت شركاتهم . وكذلك لم يكن هناك رقابة كافية على كشف المخاطر للمتعاملين الأفراد والمستثمرين ، وخاصة فيما يتعلق بتداول عقود الخيارات . وكذلك لم يكن النظام المحاسبي الذي استخدم كافياً .

في الولايات المتحدة انخفض المؤشر أيضاً بمعدل الثلث ، ولأنه لم يعد إلى الارتفاع خلال عام ١٩٨٧ كما حصل لمؤشر إنكلترا . فإنه انخفض بصورة أكثر مما كان عليه في بداية الأزمة في شهر أكتوبر . فقد بقي معوماً وغير مستقر خلال ١٩٨٨ ، وكذلك كان حجم الأسهم المتداولة والإصدارات الجديدة عام ١٩٨٨ أقل بكثير عن السنة السابقة .

وفي الأسواق المالية الأخرى في أوربا باستثناء إنكلترا ، بقي ارتفاع المؤشر متواضعاً بالمقارنة مع مراكز مالية أخرى . ولكن نسبة الانخفاض بالمؤشر خلال الأزمة بقي يشبه مثيلاته في كل مكان .

وكانت بورصة هونغ كونغ في حال أسوأ من البورصات الأوربية حيث كان هو المركز الوحيد على الصعيد الدولي الذي تم إقفاله فعلاً خلال الأزمة . رغم أنه خلال عام ١٩٨٧ ارتفع مؤشر هونغ كونغ بمعدل ٧٠٪ ، وانخفض أثناء الأزمة بمعدل ٥٠٪ . وكان الانهيار الذي حدث في سوق المستقبليات في هونغ كونغ مروعاً ودراماتيكياً . فكان هناك

عجز عن تلبية الالتزامات، وانتشار للفساد، وبعد الأزمة مباشرة اغتيل كل من رئيس قسم تداول الأسهم ورئيس قسم تداول المستقبليات في هونغ كونغ. حيث تم إنشاء لجنة جديدة للأصول والمستقبليات.

سوق مالية واحدة فقط نجت من الانهيار هي بورصة طوكيو. والتي بقيت مؤشراتها أكثر بمعدل ٥٠٪ من بورصة نيويورك، بعد سنة من الانهيار. حيث كان انخفاض مؤشر سوق طوكيو طفيفاً جداً خلال الانهيار. ثم ارتفع عام ١٩٨٨ وكذلك ارتفع حجم التعامل بالأسهم، وبقي حجم الإصدارات الجديدة نفسه قريباً. وبذلك لم تتأثر السوق اليابانية بالأزمة، بل شهدت تحويلاً للقوة المالية من الولايات المتحدة إلى اليابان.

ورغم أن الانهيار كان ظاهرة عالمية، إلا أن هناك فروقات جوهرية في سلوك المراكز المالية وأدائها أثناء ذلك.

نتائج الانهيار:

تعود نجاة اليابان من آثار انهيار أكتوبر ١٩٨٧ إلى عدة أسباب.

السبب المباشر هو نظام قيود الأسعار على سوق طوكيو. فإذا انخفض المؤشر بأكثر من ١٥٪ في أي يوم من أيام التداول، يغلق التداول. وساعد نظام قيود السعر في توفير متنفس للمستثمرين. أما السبب الثاني هو محاولة تثبيت السوق من قبل وزارة المالية والسماسرة الأساسيين للأسهم. حيث تم تحضير السماسرة الأساسيين لشراء كميات كبيرة من الأسهم لحسابهم الخاص، الأمر الذي أنعش السوق في غياب المشترين الآخرين. وكان بمقدور هؤلاء أن يقوموا بذلك بسبب قوتهم المالية، والتي تعود إلى سببين: الأول أن اليابان راكمت احتياطيات كبيرة نتيجة فوائض التصدير. والثاني أن اليابانيين يمتلكون أكبر نسبة مدخرات في العالم (٢٠٪ من الدخل بالنسبة للطبقة الوسطى) وهذه الأموال أتيحت عبر القنوات المصرفية للسماسرة الذين استطاعوا استخدامها لحماية اليابان من الانهيار.

في المملكة المتحدة أدى الانخفاض الحاد في حجم التداول بعد الانهيار إلى فترة من الركود والتدهور. فقد انخفض دخل العمولات من المستثمرين (الشركات) بمعدل ٣٢٪ بين ٨٧ ـ ١٩٨٨. بينما انخفض هذا الدخل من المستثمرين (الأشخاص) بمعدل ٤٥٪.

وفي الولايات المتحدة عانت شركات الأوراق المالية من خسائر كبيرة بلغت ٢,٢ مليار دولار خلال الربع الأخير من العام ١٩٨٧ .

ورغم أن أزمة الانهيار عام ١٩٨٧ كانت الأسوأ في العالم بعد أزمة الكساد الكبير عام ١٩٢٩ . إلا أن الاقتصاد العالمي أثناء الانهيار كان في موقف قوي جداً . فقد انخفضت أسعار البترول عام ٨٥/ ١٩٨٦ . مما قلل التكاليف وزاد الأرباح . مما عزز الثقة ورفع الإنفاق الاستثماري .

ويتضح أن انهيار أكتوبر ١٩٨٧ كان ذا نتائج خطيرة ومدمرة بالنسبة لبورصات الأوراق المالية (الاقتصاد الرمزي) إلا أن تأثيرها لم يذكر على الاقتصاد الحقيقي . مما يعزز فكرة الانفصال بين رأس المال المنتج ورأس المال المالي ليدور كل منهما في حلقة مستقلة .

أسباب الانهيار:

هل كان الانهيار استجابة منطقية للأحداث أو أنه جاء نتيجة الهجوم غير المنطقي للذعر المالي؟

يمكن القول أن الانهيار كان انفجاراً لوهم أو شائعة المضاربة حيث يشهد التاريخ أمثلة كثيرة عن هذا الوهم . ويسوقُ (مالكيل) عدة أمثلة عن ذلك :

وَهْمُ بحر الشمال في العشرينات... أزمة العقارات في فلوريدا في العشرينيات . . الكساد الكبير ١٩٢٩ . . أزمة الأسهم المصدرة حديثاً في مطلع الستينيات . . أزمة الأسهم في منتصف الستينيات . أزمة أسهم نهاية السبعينيات وتحدث عن تفسير السلوك الذي يقود إلى مثل هذا الوهم . ويطلق عليه «نظرية الحمق العظيم»[1] .

إن أسعار الأوراق المالية يمكن أن ترتفع بسرعة وقد تكون فوق قيمتها الحقيقية ، وتستمر في الارتفاع والعديد من المستثمرين يستمرون بشرائها . «وهم على علم بأنها مقيمة بأكثر من قيمتها» لأنهم يعتقدون أن بالإمكان بيعها إلى مستثمرين آخرين وتحقيق أرباح . وفجأة وبدون سبب واضح ينفجر الوهم أو الشائعة . والتي تحدث بعد أن تنتهي شائعة المضاربة .

(1) Great Fool Theory.

واقترح الكثيرون أن بالإمكـان تفسير انهيار عـام ١٩٨٧ من هـذا المنظور. فعلى سبيل المثال: قال أحد هؤلاء أن الانهيار كان حادثة تنتظر الوقـوع. حيث وصلت أسعار الأسهم أخيراً مستويات تثير توقعات ارتفاع المكاسب الحقيقية، وانخفاض عوامل الخصم. ولو لم يحدث ذلك في أكتوبر كان سيحدث في أي وقت آخر.

فهناك عدة عوامل اجتمعت لحدوث الانهيار مثل المبالغة في تسعير الأوراق المالية والعقود الآجلة، ومحاولة الكونغرس الأمريكي فرض قيود على الاندماج بين الشركات والبنوك، وارتفاع أسعار الفائدة والأعباء والتكاليف التي وقعت على العاملين في البورصة.

ويرجع Ieland سبب انهيار البورصة إلى السلوك غير الرشيد للمستثمرين، ودرس ثلاث نظريات لتفسير الأزمة تتفق مع فرضية السلوك الرشيد للمستثمرين.

النظرية الأولى: نظرية المعلومات السيئة. وهي تتفق مع فرضية السوق ذات الكفاءة. والتي تنص على أن أسعار الأوراق المالية تعكس بصورة سريعة وتابعة كل المعلومات المتاحة. ويرى مناصرو هذه النظرية أن معلومات كافية تجمعت خلال نهاية الأسبوع ١٧ ـ ١٨ أكتوبر لتفسير انخفاض أسعار الأسهم في يوم الإثنين ١٩ أكتوبر.

وخلال نهاية الأسبوع تسربت معلومات اقتصادية وسياسية غير جيدة، وخاصة من الولايات المتحدة: حول العجز التجاري وعجز الموازنة الأمريكية، انخفاض قيمة الدولار. والمشاكل السياسية التي يعاني منها الرئيس الأمريكي حول إيران وحرب الخليج، والسياسات الصارمة للحكومة الألمانية. كل هذه المعلومات تضافرت لتؤثر في سلوك وآراء المستثمرين.

وقدرت التقلبات التي أدت إلى ارتفاع أسعار الأسهم بمعدل من حوالي ٢٠٪ ـ ٢٥٪ في نهاية الأسبوع، وتم تقدير السعر السوقي للمخاطرة مقاسة بالانحراف المعياري بالمعادلة:

$$y = \frac{\bar{r}_m - rf}{\delta_m^2}$$

وفي حالة التوازن. يكون السعر السوقي للمخاطرة Y ثابتاً. وكذلك إذا ازدادت تقلبات السوق، وبالتالي يكون هناك علاوة المخاطرة السوقية على الأسهم ($rf\overline{rm}$ -) فإذا زادت 6^2m من ٠٤ , ٠ إلى ٠٦٢٥ , ٠ (أي بمعدل حوالي ٥٠٪) فلا بد أن تزداد (rm-rf) بمعدل حوالي ٥٠٪.

وباعتبار أن علاوة المخاطرة السوقية طويلة الأجل في الولايات المتحدة ٦٪، فإنه بناء على التقلبات السوقية يجب أن تزداد علاوة المخاطرة السوقية بمعدل ٥٠٪ (من ٦ إلى ٩٪).

وإذا كان سعر الفائدة الخالي من المخاطرة في الولايات المتحدة عند الانهيار ٦٪ فهذا يعني أن العائد المتوقع على الأسهم يجب أن يرتفع من ١٢٪ (rf (6%) + rm - rf (6%) إلى ١٥٪ (rf (6%) + (rm - rf)(9%) لتعويض المستثمرين عن الزيادة في المخاطرة، وسوف تؤدي الزيادة في العائد المتوقع إلى انخفاض أسعار الأسهم بمعدل ٢٠٪ (0.15/0.15 - 0.12) إذا لم تتغير العوائد الموزعة الأسهم.

وبناء على ذلك فإن انخفاض أسعار الأسهم في ١٩ أكتوبر كان حوالي ٢٠٪، وبالتالي يمكن تفسير الانهيار بتوقع زيادة تقلبات السوق مقترنة مع المعلومات السيئة التي وردت في نهاية الأسبوع.

النظرية الثانية: نظرية الخوف من فشل السوق:

حيث يخشى المستثمرون من فشل آليات عمل السوق. مما يدفعهم إلى محاولة التخلص من الأوراق المالية قبل أن يحدث الفشل. وهذا السلوك سوف يحفز ويسرع من حدوث الفشل الذي يخافونه. وهذا مثال آخر عن النبوءة ذاتية التحقق، والتي ما إن تحدث حتى يصبح لدى المستثمرين قناعة تامة يجدونها.

وهنا سببان حول اهتمام المستثمرين بقدرة آلية السوق الأول.

هو أن المتعاملين في السوق سواء بالأسهم أو المستقبليات قد لا يكون لديهم رأس مال كاف للقيام بعمليات البيع والشراء، وبالتالي تثبيت السوق. فعندما تنخفض الأسعار تسري الشائعات بين المؤثرين في السوق (إدارته والسماسرة والمختصين) مما يحفز المستثمرين عن تسييل محافظهم.

أما السبب الثاني: الخوف من فشل أجهزة الكمبيوتر ولا سيما الأنظمة المصممة لتنفيذ الأوامر الصغيرة بصورة أوتوماتيكية، وعندما تتحمل فوق طاقتها فلا بد أن تفشل. وما أن تتسرب معلومات عن ذلك الفشل، سرعان ما يصاب المستثمرون بالذعر.

وبالتالي فإن عدم كفاية رؤوس الأموال والخوف من فشل أجهزة الكمبيوتر تقود إلى فشل السوق. واتضح ذلك خلال الانهيار... ففي بورصة نيويورك ساد مثل هذا الفشل

والخوف، بينما لم يحدث ذلك في اليابان. لأن المستثمرين استطاعو تثبيت السوق لأن لديهم موارد كافية.

النظرية الثالثة: نظرية الإفراط بالتوقي Excedd Hedging Theory

حيث إن المتعاملين يكثرون من إجراء عقود التوقي خوفاً من المخاطر، ويستخدمون أساليب غير رسمية لذلك حيث بلغ إجمالي مبالغ التوقي ١٠٪ من حجم التداول.

والسؤال هل هذا كان سبباً للانهيار؟

ويجيب عن هذا السؤال Leland الذي طور نموذجاً يظهر كيف يمكن أن تكون أعمال التوقي مسؤولة عن حدوث انهيار البورصة.

يفرق النموذج بين نوعين من المستثمرين: مستثمرون معتمدون على المعلومات Information - Motivated Invisitor ومستثمرون لا يعتمدون على المعلومات Information - Free ويبني المستثمرون من النوع الأول طلباتهم السوقية بالاعتماد على أسعار الأوراق المالية والمعلومات التي جمعوها عن هذه الأسعار:

ويمكن استخدام الصيغة التالية:

$$D^1 = D^1 (P,F)$$

حيث: D^1 = الطلب على الأوراق المالية المنطوية على مخاطرة.

P = سعر الورقة المالية.

F = مجموعة المعلومات المتوفرة.

ونفترض أنه بالإمكان تمثيل مجموعة المعلومات المتوفرة كلها بمتغير واحد F. حيث تعتبر زيادته زيادة في المعلومات الجيدة. التي تؤدي إلى زيادة الطلب على شراء الأوراق المالية. بينما انخفاض المتغير F يمثل المعلومات غير الجيدة التي تؤدي إلى انخفاض الطلب على الأوراق المالية. وأيضاً يستجيب الطلب عكسياً للتغيرات في سعر الأوراق المالية.

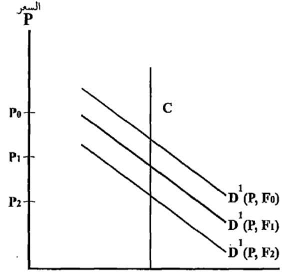
فإذا كان عرض الأوراق المالية S ثابتاً يتحدد التوازن السوقي للمستثمرين ذوي المعلومات لحل المعادلة:

$$D^1 (P . F) = S$$

ويتحدد سعر التوازن كدالة مستمرة ومتزايدة في F بالصيغة :

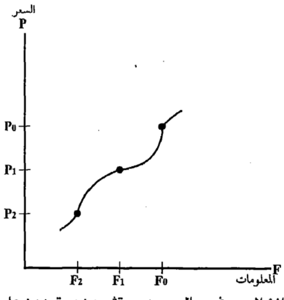
$$P = P(F)$$

ويظهر الشكل (٧ ـ ١) التوازن السوقي لمستويات مختلفة من المعلومات فـي حـال وجود مستثمرين معتمدين على المعلومات فقط .



شكل رقم (١.٧) التوازن السوقي في حال وجود مستثمرين معتمدين على معلومات

أمـا الشـكل (٧ ـ ٢) يظهـر السـعر التوازنـي كدالـة مسـتمرة ومـتزايدة فـي مجموعـة المعلومات F .



شكل رقم (٢.٧) توازن السعر في حال وجود مستثمرين معتمدين على المعلومات فقط.

المستثمرون الخالون من المعلومات لا يهتمون بذلك . فهم يعدلون محافظهم فقط استجابة للتغيرات في مستويات أسعار الأوراق المالية . وهناك نوعان من هؤلاء : المستثمرون الذين يؤمنون على محافظهم Portfolio Insurancers بالإضافة إلى الآخرين الذين يقومون بالتوقي ، فيبيعون الأوراق المالية عندما ينخفض السعر. والنوع الآخر هو المستثمرون الذين يعيدون توازن المحفظة Portfolio Balancers ويرغبون بالحفاظ على معدل ثابت من بين فئات الأوراق المالية (بين الأسهم والسندات) ويقومون بشراء الأوراق المالية عند انخفاض أسعارها .

الطلب الصافي للمستثمرين الذين ليس لديهم معلومات عند أسعار مختلفة يتألف من المشتريات المخططة من قبل الذين يعيدون توازن المحفظة أقل من المبيعات المخططة من قبل الذين يقومون بالتوقي عند أسعار مختلفة . فإذا كان هناك عدد كبير جداً من الذين يقومون بالتوقي في السوق ، فإن طلب المستثمرين الذين لا تهمهم المعلومات سيكون دالة سالبة ومتزايدة في السعر :

$$D^H = D^H (P)$$

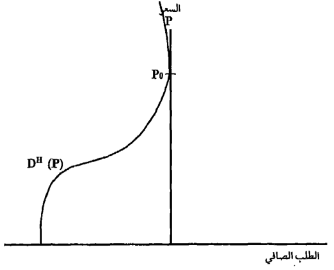
حيث : D^H = الطلب الصافي على الأوراق المالية المنطوية على مخاطرة من قبل المستثمرين غير المهتمين بالمعلومات (الطلب على التوقي) .

ويظهر الشكل الطلب على التوقي في الحالة التي يكون فيها الطلب سالباً تحت Po ودالة متزايدة في السعر (حيث يصبح الطلب على التوقي أكثر سلبية عند انخفاض السعر) والطلب الكلي D هو عبارة عن مجموعات.طلبات المستثمرين الذين يحوزون معلومات والطلب الصافي على التوقي :

$$D (P . F) = D^I (P , F) + D^H (P)$$

ومن هذه النظريات لا يمكن القول بصحة إحداها وخطأ الأخرى ، وإنما كلها قد تكون صحيحة وفقاً لظروف أية بورصة .

فليس بالإمكان وضع تشريعات ضد المضاربين وحتى لو كانوا مضاربين وطنيين . وكذلك من غير الممكن وضع تشريعات تقضي على الذعر والخوف الذي يصيب المستثمرين عندما تنفجر الشائعة .



شكل رقم (٣.٧) الطلب الصافي على التوقي

وما يمكن فعله هو الاستفادة من الدروس السابقة، فمثلاً: يجب الانتباه إلى كفاية رؤوس الأموال بأيدي المؤثرين في السوق حتى يتمكنوا من التثبيت في حال حدوث أزمة ما. كما يمكن التقليل من تقلبات السوق من خلال توفير تغييرات منتظمة عبر وضع قيود على الأسعار مما يزيد هوامش أرباح المضاربين، ويقللها بالنسبة للمستثمرين الذين يقومون بإجراء التوقي، ثم من الضروري تحسين نوعية المعلومات التي تصل إلى الأسواق.

٢.٧ . المضاربة وأزمة النقد الأوربي عام ١٩٩٢:

غني عن البيان أن العملة المستقرة ذات أهمية بالغة لأي اقتصاد، فهي تفسح المجال لعقد صفقات الاستيراد والتصدير بناء على حسابات تقديرية موثوقة. لذلك اتفقت الحكومات الأوربية عام ١٩٧٩ على ربط جميع عملات دول المجموعة الأوربية بعضها البعض عبر سعيها لإيجاد بديل عن نظام بريتون وودز، فتعهدت المصارف المركزية بحماية أسعار الصرف، واستعدادها لتحويل الليرة الإيطالية والجنيه الإسترليني والبيزتا الإسبانية إلى ماركات ألمانية بأسعار صرف ثابتة وفي كل الأوقات.

وفي أعقاب الوحدة الألمانية تصدع هذا النظام، عندما اضطلعت ألمانيا بشراء شقها الشرقي المفلس وعملت على توحيد العملة، فتوسع تداول العملة الألمانية الواحدة دون أن يقابل ذلك زيادة في المعروض السلعي والطاقات الإنتاجية، مما زاد الضغوط

التضخمية على الاقتصاد الألماني، الأمر الذي دفع البنك المركزي الألماني إلى رفع أسعار الفائدة. فاضطرت كل المصارف المركزية الأوربية إلى اتخاذ خطوات مماثلة للحفاظ على استقرار أسعار عملاتها مقابل المارك. وكانت مثل هذه الخطوة سيفاً ذا حدين. ففي الوقت الذي يعمل رفع سعر الفائدة على تقليل مخاطر التضخم، فإنه من ناحية أخرى يقلص النشاط الاستثماري. وزاد هذا الأمر الضغوط الأوربية على البنك المركزي الألماني، وراحت المؤسسات الكبرى تصفي أرصدتها من الليرة والجنيه الإسترليني والبيزتا اعتقاداً منها أن القيمة الحقيقية لهذه العملات أدنى من سعر صرفها السائد. ومع كل ذلك لم تطرح مسألة التخلي عن نظام النقد الأوربي، لأن التكامل الاقتصادي الأوربي يتوقف على هذا النظام. وبعد سنوات استطاعت ألمانيا حل الأزمة.

وفي العام ١٩٩٢ أدرك (دروكنملر) الذي حل مكان (جورج سوروز)[١] في إدارة الصندوق الاستثماري (كوانيوم) المأزق الذي يعاني منه المدافعون عن نظام النقد الأوربي. وتسربت معلومات مفادها أن المصارف المركزية في الدول الأوربية التي لا تحظى عملاتها بثقة الجمهور قد أخذت قروضاً بالمارك الألماني لتعزز احتياطها من العملات القوية.

وقامت إستراتيجية دوركنملر على أساس معرفة ما لدى البنوك المركزية من احتياطي.

فقد كان يقترض بالجنيه الإسترليني وبصورة متزايدة يوماً بعد يوم، ثم يحولها في البنوك البريطانية إلى ماركات ألمانية فوراً، الأمر الذي كان يدفع هذه البنوك إلى شراء تلك الماركات من البنك المركزي البريطاني. وكان دروكنملر يعرف أن المركزي البريطاني سيفقد ما لديه من احتياطي عاجلاً أو آجلاً. ولا سيما كلما زاد عدد الذين يقتفون خطاه، مما سيضطر البنك المركزي البريطاني إلى خفض سعر الجنيه، وعندما يقوم هذا المضارب بشراء الجنيه الإسترليني من جديد وبقيمة أقل، ثم يسدد ما في ذمته من قروض.

---

(١) جورج سوروز من أصل مجري يهودي وصفته صحيفة Business Week الأمريكية بأنه الرجل الذي يحرك الأسواق. وكان يدير صندوق استثماري (الصندوق الكمي) والذي كانت حصيلته ١١ مليار دولار، في حين أنه كان يحرك فعلياً ١١٠ مليار دولار.

وكان البريطانيون يثقون بقدرة البنك المركزي الألماني على حماية الإسترليني من أي هجوم. ولامتصاص موجات المضاربة كان على البنك أن يطرح مليار مارك في السوق. وفي مؤتمر صحفي لرئيس البنك المركزي الألماني صرح أن نظام النقد الأوربي بحاجة إلى شيء من إعادة النظر، وخلال دقائق انتشر تصريحه هذا في كل العالم، وكأنها دعوة إلى المتعاملين لبيع ما لديهم من جنيهات. ولمواجهة المضاربين قام وزير الخزانة البريطاني برفع سعر الفائدة لإجبار المهاجمين على دفع تكاليف أعلى مما اقترضوه من أموال. ولكن ما يمكن جنيه من أرباح نتيجة تخفيض سعر الصرف، بقي أكبر من التكاليف الناتجة عن رفع أسعار الفائدة. . وبقي المضاربون على إستراتيجيتهم في اقتراض الجنيهات وتحويلها إلى ماركات حتى استنفد البنك المركزي البريطاني نصف احتياطه واستسلم للهزيمة، فخلال ساعات خسر الجنيه ٩٪ من قيمته. مما حقق للمضاربين أرباحاً خيالية، فصندوق سوروز لوحده حقق أرباحاً فاقت المليار دولار. وفي الأيام التالية تكررت اللعبة مع الليرة الإيطالية والبيزتا الإسبانية، فتصدت السويد وإيرلندا لذلك من خلال رفع أسعار الفائدة مرة واحدة لتبلغ ٥٠٠٪ و٣٠٠٪ على التوالي. ولكن المضاربين وجدوا في ذلك مؤشراً على صعوبة موقف البلدين، فانتظروا مدركين أن البلدين غير قادرين على تحمل هذا الارتفاع في أسعار الفائدة فترة طويلة. وبالفعل استسلمت السويد وأعادت أسعار الفائدة إلى معدلاتها الطبيعية، وخفضت سعر صرف عملتها (الكرونة) بنسبة ٩٪ ولحقتها إيرلندا وخفضت سعر الصرف بنسبة ١٠٪.

وظل الفرنك الفرنسي محافظاً على قوته، إذ إنه يستند إلى القوة الاقتصادية الثانية في أوربا. ورغم الإعلان المشترك الفرنسي الألماني بأنهما سيحافظان على سعر الصرف بين المارك والفرنك ويعملان جاهدين على إنقاذ نظام النقد الأوربي، حتى ولو انسحبت بريطانيا وإيطاليا. فقد زاد هذا الإعلان هجمات قانصي الأرباح، وإثارة موجات جديدة من المضاربة.

وخلال ثلاثة أشهر من الصراع بين البنك المركزي الفرنسي ومحاولات المضاربين التي بلغت ذروتها. كان البنك يفقد حوالي مئة مليون دولار في الدقيقة الواحدة. وقد وصل إنفاقه إلى ٥٠ مليار دولار نصفها ديون. ولم يكن أمام البنك والفرنسيين إلا الاستسلام للأمر الواقع محملين ألمانيا المسؤولية، وبقية الدول في الاتحاد الأوربي قررت ترك أسعار صرف عملاتها تتذبذب ضمن هامش ١٥٪ ارتفاعاً وانخفاضاً.

وعلى هذا النحو انتهى التحالف الأوربي لتحقيق الاستقرار الاقتصادي بعد أن تكبدت البنوك المركزية الأوربية أكثر من مئة مليار مارك ألماني.

ورغم كل ذلك لم يجد مناصرو التحرير الاقتصادي والتعويم بأساً في هذا. فهم ينظرون إلى التنافس بين العملات باعتباره ركناً أساسياً لاقتصاد السوق الحرة التي تتنافس في إطارها كل أمم الأرض. وفي مؤتمر ديفوس عام ١٩٩٦ انتقد محافظ البنك المركزي الألماني رجال السياسة بأنهم لم يدركوا بعد أنهم أصبحوا خاضعين لرقابة أسواق المال وسطوتها.

وهذه التطلعات نحو التحرير التام للاقتصادات مبنية على نظرية الليبرالية الجديدة. والتي ترى أن حرية انتقال رؤوس الأموال عبر الحدود الدولية سوف يحقق لها الاستخدام الأمثل بالاعتماد على الجدارة، حيث تنتقل الأموال المدخرة في العالم إلى المجالات التي تحقق لها أفضل استثمار (أعلى عائد) وعلى ذلك فسوف تنتقل الأموال من البلاد الغنية برأس المال إلى المناطق الغنية بالفرص الاستثمارية، مما يحقق مصلحة كل الدول - وفق مفهوم أصحاب النظرية -.

وكذلك يرى هؤلاء أن ما يحدث في أسواق المال، إنما هو أحد خصائص الرشادة، لأن المتعاملين في الأسواق ليسوا سوى محكمين يعاقبون أخطاء السياسات بخفض سعر الصرف، وبفرض أسعار فائدة أعلى. وقد عبرت عن ذلك مجلة (الأيكونوميست) بالقول: «لقد صارت أسواق المال الحكام والمحلفين لكل سياسة اقتصادية» ومن المستحسن أن تفقد الدول شيئاً من سلطتها، لأنها تسيء استخدام السلطة من خلال رفع الضرائب والتوسع بالاقتراض الذي يقود إلى التضخم، وبذلك فإن أسواق المال تجبر الحكومات على اتباع الطريق الصحيح.

ويعتقد المؤمنون بجدارة السوق أن هذا النهج الحر يحقق المصلحة العامة. فالانفتاح المالي للدول يجبرها على التنافس لتخفيض الضرائب وتخفيض الإنفاق الحكومي ولو على حساب العدالة الاجتماعية، لأنه في النهاية سوف يلقي جزاء عمله كل من يوفر الظروف الأفضل لصاحب رأس المال. وبالتالي فكل حكومة تقف في وجه قانون الغاب هذا عرضة للعقوبة. ومن شأن هذا أن يربط الحكومات مع أصحاب الثروات ومحاباتهم، ويقوض سيادة الأمم، ويثير الفوضى، ويُخضع الحكومات للابتزاز. وأكثر

ما يثبت العداء الذي تحمله أسواق المال العالمية للحكومات هو تهريب رؤوس الأموال تجنباً لدفع الضرائب في بلدانهم الأصلية. فقد صارت مناطق كثيرة من العالم ملجأ لهذه الأموال، مثل جزر الكمين في البحر الكاريبي، وجزر جيرسي وجورنسي ولوكسمبورغ وجبل طارق، والتي نقل إليها أكثر من ١٠٠ ألف ثري أموالهم حيث أسسوا لها شركات لا تملك سوى صندوق بريد ولا وجود لها في الواقع. ومعظم هذه الأموال ناتجة عن أعمال غير شرعية. ففي أحد التقديرات السويسرية وصل عام ١٩٩٠ من روسيا إلى الغرب حوالي ٥٠ مليار دولار جمعت بصورة غير مشروعة، والتي تم نقلها عبر جزيرة قبرص التي تعتبر جسراً للمافيا الروسية. وتشير إحصائيات صندوق النقد الدولي إلى أن ما يزيد على ٢٠٠٠ مليار دولار تقع في دويلات صغيرة تؤوي الهاربين من دفع الضريبة.

ولا تستطيع الدول منع هذا الهروب لأنه يتعارض مع سياساتها في حرية رأس المال في التنقل.

لقد كتب في أعلى بوابة برجي مركز التجارة العالمي في نيويورك (اللذين دمرا في هجمات يوليو (٢٠٠١) بحروف مذهبة وعلى مساحة تزيد عن ١٢م^2 العبارة التي توضح أهداف وفلسفة هذا المركز، وجاء فيها «القرض الاستثماري من ابتكارات الحداثة، ولا تستحقه إلا الأمم الذكية والمحكومة بأشد السبل. فالقرض هو عصب الحياة بالنسبة لنظام التجارة الحرة الجديد. ومشاركته في زيادة ثروة الأمم تفوق مشاركة كل مناجم الذهب في العالم كله بأكثر من ألف مرة».

وفي واقع الأمر إن التطبيق الصارم لمنطق أسواق المال الحرة لا يقع على عاتق المستثمرين والمضاربين فقط، وإنما تتحمل الحكومات شيئاً من المسؤولية. فحيثما يعولم سوق رأس المال فإن مالكي الثروات في البلد يدخلون إلى قائمة مقيمي السياسة الاقتصادية في بلدهم، لأن بوسعهم استثمار أموالهم في أي مكان آخر في ظل النظام المالي المعولم. وتعتبر السويد مثالاً صارخاً لذلك. فبعد أن كان هذا البلد مثالاً يحتذى في سياساته الاجتماعية النموذجية التي أثبتت أن بالإمكان وجود نظام رأسمالي يحقق العدالة الاجتماعية، فقد انقلبت الصورة بعد أن راحت المؤسسات الصناعية وأصحاب المال مع نهاية الثمانينيات ينقلون إنتاجهم ورؤوس أموالهم إلى الخارج. وفي مواجهة

ذلك خفضت الحكومة السويدية الضرائب على الدخول العالية، مما أدى إلى خفض إيرادات الخزينة وارتفاع عجز الموازنة بصورة كبيرة. أجبرت الحكومة على التخلي عن برامج الإصلاح الاجتماعي.

وزيادة على ذلك فقد هدد مالك مصانع شاحنات سكانيا وغيرها عام ١٩٩٤ بنقل مركز المؤسسة إلى الخارج إذا عجزت الحكومة عن خفض عجز الموازنة. وكذلك في ألمانيا يتم التخلي عن دولة الرفاهية، حيث تستجيب الحكومة إلى مطالب الصناعة والمصارف المنادية بضرورة إعادة النظر في النظام الضريبي. فقد تم خفض الضرائب على أرباح المؤسسات الكبرى مرتين وزادت التسهيلات فيما يتعلق بحساب الاهتلاك في رأس المال.

وعبر مستشار الرئيس الأمريكي كلينتون عن سطوة أسواق المال بقوله: فيما مضى كنت أود أن أكون رئيساً أو بابا، أما الآن فأرغب أن أكون سوق مال حيث سيكون بإمكاني أن أهدد من أشاء».

ومن الواضح أن الخضوع لحكم أسواق المال يوجه ضربة للديمقراطية التي يدعيها الغرب.

٣.٧. أزمة المكسيك وعملية درع البيزو[1] ١٩٩٤/١٩٩٥:

قبل أيام من الاحتفال بأعياد الميلاد ١٩٩٤، أعلنت حكومة المكسيك عن تخفيض قيمة عملتها (البيزو) بمعدل ١٠٪ من القيمة الجارية. الأمر الذي أثار نوعاً من الذعر المالي على مستوى أسواق المال العالمية. ولا سيما فيما بين المشرفين على إدارة رؤوس الأموال الخاصة في بنوك وول ستريت ونيويورك وصناديق الاستثمار التابعة لها. فقد كانوا يستثمرون حوالي ٥٠ مليار دولار على شكل قروض للحكومة المكسيكية بأسهم وسندات حكومية، وحتى ذلك الحين كانت المكسيك لا تزال تحظى بسمعة دولية موثوق بها. إذ أنها أوفت بكل الشروط التي فرضها صندوق النقد الدولي في إطار تطبيق برامج الإصلاح الاقتصادي.

(١) أطلق على هذه العملية اسم «درع البيزو» على غرار عملية (درع الصحراء) التي تمت لإخراج الجيش العراقي من الكويت وتدمير قوته العسكرية.

وخوفاً من فقدان قيمة نقودهم بدأ المستثمرون (الأجانب والمحليون) بسحب ثرواتهم وتهريبها خارج حدود المكسيك، مما أفقد البيزو ٣٠٪ من قيمته خلال ثلاثة أيام.

ولأن هذا الانهيار يهدد مشروع الرئيس كلينتون بتحقيق الاستقرار لدى جاره الجنوبي الذي يصدر ملايين المهاجرين سنوياً إلى الولايات المتحدة. فقد أصيبت الحكومة الأمريكية بنوع من الذعر. فأعلن الرئيس كلينتون أن حكومته ستساعد المكسيك لتخطي الأزمة، وأعلن أن الولايات المتحدة على استعداد لضمان قروض بقيمة ٤٠ مليار دولار. ورغم ذلك تابع البيزو انخفاضه يوماً بعد يوم، وتدخل البنك المركزي المكسيكي عبر شراء مبالغ من البيزو بما يعادل خمسمائة مليون دولار يومياً. الأمر الذي هدد المكسيك بالعجز عن تمويل وارداتها. وتخوفت الولايات المتحدة من فقدان آلاف فرص العمل التي ترتبط بتبادلها التجاري مع المكسيك.

وتطورت الأحداث بصورة درامية وغير متوقعة. فازدادت الضغوط على حزمة من العملات في نفس الوقت، وفي كل البورصات الرئيسة في العالم من سنغافورة إلى لندن ونيويورك. وعمت موجة عارمة من بيع الأسهم والسندات. وبدأت بالانخفاض قيمة العديد من العملات ومنها الدولار الأمريكي. ولجأ المستثمرون إلى الحصول على العملات الأكثر استقراراً مثل الين والمارك. وبعد عدة أيام أعلن الرئيس المكسيكي أن بلاده أصبحت على حافة الهاوية، إذ إنها استنفدت كل احتياطيها من الدولار. وإذا ما استمر هروب الأموال فلا مناص أمامهم من إصدار قرار يمنع حرية تحويل البيزو إلى العملات الأخرى.

وأمام هذا الواقع لم يعد أمام الرئيس الأمريكي إلا أن يتصرف بصندوق الطوارئ البالغة قيمته ٢٠ مليار دولار والذي يقع تحت تصرفه لمواجهة الأزمات الطارئة. ولكن المشكلة أن هذا المبلغ لا يكفي. مما جعل الرئيس كلينتون يناشد صندوق النقد الدولي الذي وافق على منح المكسيك ٧,٧ مليار دولار (وهو أكبر قرض تجيزه قوانين الصندوق) وأيضاً هذا لا يكفي لإنقاذ المكسيك التي تحتاج إلى أكثر من عشر مليارات دولار إضافية. فاتصل مدير صندوق النقد الدولي مع المديرين التنفيذيين للصندوق طالباً إجابته على سؤال واحد فحواه: هل بإمكان مدير الصندوق التصرف بمفرده في حالة الطوارئ. وكان جوابهم بنعم، فجازف (كامديسو) مدير الصندوق بمستقبله المهني

وسمعة المؤسسة التي يديرها مقراً منح المكسيك عشرة مليارات دولار إضافية (ليصبح المبلغ ١٧,٧ مليار دولار) بعد ذلك أقدم مدير بنك التسويات الدولية (الذي يقوم بعمليات المقاصة بين البنوك المركزية) على مغامرة مشابهة، عندما أعلن عن منح المكسيك قرضاً بمقدار عشرة مليارات دولار، مما أتاح للمكسيك حوالي ٥٠ مليار دولار لمواجهة الأزمة.

ومن هذا العرض لأزمة المكسيك، يلاحظ المرء أنه في أقل من ٢٤ ساعة قام عدة رجال باتخاذ قرارات تمويل بأكبر قرض مساعدة منذ عام ١٩٥١ عندما قامت الولايات المتحدة بإقراض الدول الأوربية في إطار ما عرف باسم مشروع مارشال لإعادة بناء ما دمرته الحرب.

وهذا التمويل الذي حظيت به المكسيك كان دون موافقة، وعلم البرلمانات ومن أموال دافعي الضرائب.

وكانت أزمة المكسيك الأولى، من حيث حجمها وخطورتها، في عصر الاقتصاد المعولم. وكانت معالجة الأزمة العملية الأكثر جرأة وإقداماً في التاريخ الاقتصادي للتصدي لمعالجة أزمة. .

وتعرضت هذه القروض الهائلة للكثير من الانتقاد على أساس أن الهدف منها كان إنقاذ المضاربين، ولم تكن هذه العملية أكثر من هدية أو منحة قدمها دافعوا الضرائب ـ دون علم منهم ـ إلى الأثرياء والمضاربين الذي وصفهم مدير صندوق النقد الدولي نفسه بالصبية حين قال: «إن العالم كله في قبضة هؤلاء الصبية».

لقد سلطت أزمة المكسيك الأضواء ووجهت الأنظار إلى طبيعة هذا النظام العالمي الجديد (العولمة) عندما اتضح أن القوى العظمى في هذا العالم والمؤسسة المالية العالمية الكبرى والبنوك العالمية القوية كانت تسيرها قوى عاتية خفية طغت على قوتهم وجبروتهم وهي قوة السوق المالية العالمية.

آثار الأزمة:

خلال أسبوعين من اندلاع الأزمة فقد المستثمرون الأجانب مليارات الدولارات. ووقعت المكسيك تحت وطأة تفشي البطالة. وعلى المستوى العالمي هزت الأزمة أركان الاستقرار الاقتصادي، وخاصة في الأسواق الناشئة في أمريكة اللاتينية وآسيا.

أما أسباب الأزمة فقد أرجعت إلى تزايد العجز الجاري في المكسيك وانكماش الاحتياطات الأجنبية، وتدهور المدخرات المحلية من ٢٢٪ إلى ٦٪ من الناتج المحلي الإجمالي خلال الفترة ٩٨٨ ـ ١٩٩٤ . وانخفض الناتج المحلي من ٥ , ٤٪ عام ١٩٩٠ إلى ٦ , ٣٪ عام ١٩٩٢ ، فضلاً عن الركود العام الذي عانى منه الاقتصاد المكسيكي . كل هذه العوامل أدت إلى فقدان الثقة بالبيزو .

وكان من الصعب على المكسيك جذب رؤوس الأموال الأجنبية عام ١٩٩٤ ، رغم أن أسعار الفائدة كانت مرتفعة .

إضافة إلى تلك العوامل، فقد شهدت المكسيك هروباً لرؤوس الأموال . وخاصة من قبل المستثمرين المكسيكيين أنفسهم . كما أن أخطاء السياسة الاقتصادية المكسيكية والتي أهمها عدم التوافق بين سياسات أسعار الصرف والسياسات النقدية ، كان لها دور هام في حدوث الانهيار .

٤.٧ ـ الانهيار المالي في جنوب شرق آسيا ١٩٩٧:

شهدت فترات الازدهار الطويلة التي عرفتها دول جنوب شرق آسيا تركزاً للثروات في أيدي الرأسماليين على حساب الفئات العاملة ، واستكملت مسيرة النهب من قبل المستثمرين الأجانب ولاسيما الأمريكيين واليابانيين ، والذين استفادوا من مستويات الأجور المتدنية والظروف غير الإنسانية للعمال وخاصة في تايلاند .

لقد أجبرت حكومات نمور شرق آسيا من قبل الولايات المتحدة وعبر سيطرتها على صندوق النقد الدولي على اعتناق إجراءات تقشفية أثرت على الخدمات الاجتماعية .

مما اضطر هذه الدول إلى الاقتراض بمعدلات فائدة مرتفعة من البنوك الأمريكية والأوربية واليابانية . مما أثر على أسعار العملات ، وإفلاس واسع للشركات الآسيوية التي سارعت الشركات الأمريكية عابرة القارات إلى شراء ملكياتها بأسعار بخسة . وفي تطبيقها للإصلاحات الهيكلية أزالت دول شرق آسيا كل الحواجز والقيود على تحركات رؤوس الأموال الأجنبية ، بصرف النظر عن الأوضاع الاقتصادية الداخلية ، بحيث تصبح مثل الدول الأكثر تقدماً ، فعلى سبيل المثال يمكن للمستثمرين من بورما الاستثمار في الولايات المتحدة دون قيود ، وكذلك يمكن للولايات المتحدة أن تستثمر في بورما .

ولكن السؤال، ما هو رأس المال الذي ستستثمره بورما بالمقارنة مع القدرات الأمريكية وهل هناك وجه للمنافسة؟

لقد بدأت بوادر الأزمة عندما فشلت الحكومة التايلاندية في الحفاظ على سعر صرف عملتها (البات) فأعلنت فك ارتباطها بالدولار، وتبع ذلك انخفاض جديد في سعر البات ثم بدأ الوهن يدب في البيزو الفيليبيني والرينجيت الماليزي، ثم في الروبية الأندونيسي. وانتقلت العدوى إلى أسواق كوريا وتايوان وسنغافورة، حتى طال سعر صرف دولار هونغ كونغ وواصلت الأزمة امتدادها لتصل إلى أسواق المال في أمريكية اللاتينية وبورصة نيويورك.

وقد رأى المحللون أن انهيار أسواق العملات في دول جنوب شرق آسيا كان يمثل حلقة في سلسلة متصلة من تخفيضات أسعار الصرف، بدأت بالضغوط على نظام الصرف الأوربي الذي أدى إلى انسحاب بعض أعضاء هذا النظام وعلى رأسهم إنجلترا وإيطاليا ١٩٩٢ كما أسلفنا. ومروراً بأزمة المكسيك ١٩٩٤ والتي تمت مواجهتها بأجرأ عملية انقاذ تحدث في التاريخ الاقتصادي.

وقد انتقلت عدوى الأزمة المالية المكسيكية إلى دول أمريكا اللاتينية ثم انتقلت بصورة خفية وخفيفة إلى دول شرق آسيا.

بدأت أزمة دول جنوب آسيا بالنمر الأضعف وهو تايلاند، حيث ساد القلق في السوق بالنظر إلى سلوك بعض المتغيرات الكلية، ولا سيما استمرار عجز ميزان المدفوعات، وتزايد حجم المديونية الخارجية، مما شكل ضغطاً على سعر صرف البات فتصدت الحكومة لذلك باستخدام الاحتياطي من الصرف الأجنبي، فاشترت من البات بما يعادل أكثر من خمسة مليارات دولار. كما استخدمت نظام العقود الآجلة بما يعادل حوالي ٢٤ مليار دولار. ولكن ضعف القطاع المالي وهشاشته أثار لدى المتعاملين في أسواق المال كثيراً من الخوف. وهكذا أخذ سعر صرف البات اتجاهاً نزولياً حتى وصل الانخفاض إلى حوالي ٦٥٪ من قيمته[1].

(١) أنظر الملحق رقم (٢) والملحق رقم (٤) حول اتجاه تحركات الأسهم في دول جنوب شرق آسيا وكل المتغيرات الاقتصادية قبل حدوث الأزمة.

وبدأت العدوى بالانتشار في السوق الماليزية. فبدأت الضغوط على الرينجيت. فاستخدمت الحكومة جزءاً من الاحتياطي، وكذلك أخذت العملة اتجاهاً نزولياً لتفقد أكثر من ٣٥,٥٪ من قيمتها. وانصب غضب الحكومة الماليزية على المضاربين الذين لعنهم رئيس الوزراء وكال لهم الاتهامات. وحدث هذا أثناء أزمة الإسترليني عام ١٩٩٢ عندما قام جون ميجور رئيس وزراء بريطانية بشتم المضاربين.. ولكن الحكومة الماليزية لم تقف عند حدود السب والشتم، وإنما تدخلت في آليات السوق مما أثر على ثقة المتعاملين بالسوق وتصاعد موجات الخروج منها. وكذلك بدأت الضغوط على البيزو الفيلبيني ليفقد أكثر من ٣٥٪ من قيمته بالتالي. فتخندقت أندونيسيا للدفاع عن الروبية، ولكنها استمر في الهبوط. ليفقد حوالي ٥٢٪ من قيمته خلال شهور.

أما كوريا التي كانت تعاني من عجز في ميزان المدفوعات وتصاعد المديونية الخارجية وانتشار عمليات المضاربة العقارية. ورغم الضغوط على عملتها (الوون) إلا أنه لم يفقد أكثر من ٩٪ من قيمته، وهو أقل انخفاض في أسواق الصرف لدول جنوب شرق آسيا. وفيما يتعلق بسوق الأسهم الآسيوية فقد شهدت أسعارها انخفاضاً كبيراً وصلت إلى حوالي ٦٥٪ بالنسبة للدول الأربعة (ماليزيا وتايلاند والفيلبين، أندونيسيا) وأدى هذا التدهور في أسعار الأسهم إلى خسائر رأسمالية باهظة للمتعاملين.

أسباب الأزمة الآسيوية:

دراسات وتحليلات كثيرة قامت بتحليل أسباب وعوامل حدوث الانهيار الذي تعرضت له دول جنوب شرق آسيا، والذي جعل البعض يعتقد بأن ما يطلق عليه «المعجزة الآسيوية» قد انتهى إلى غير رجعة، وعبر آخرون عن ذلك بأن النمور مسخت لتصبح قططاً وإلى غير ذلك. وهناك مواطن خلل في اقتصاديات تلك الدول ساهمت في انفجار الأزمة، وهناك تناقضات أخرى خارجية وموضوعية سنتناول كلاً منها فيما يلي:

أرجعت بعض الدراسات الأزمة الآسيوية وغيرها من الأزمات المالية إلى ثلاثة تناقضات أو صراعات أساسية تكمن في تناقضات النظام الرأسمالي نفسه:

الأول: الصراع بين العمل ورأس المال، حيث عمل الرأسماليون على استغلال القوة العاملة التي تعرضت لإجراءات تقشفية صارمة عبر تطبيق برامج الإصلاح التي تبناها البنك الدولي.

الثاني : الصراع بين الدول الرأسمالية بعضها بعضاً : إذ إن الإمبريالية وخاصة الأمريكية تستغل أية أزمة قد تحدث لتوظفها لصالح بناء نظامها الكولونيالي الجديد عبر النهب المنظم الذي تقوم به الشركات عابرة القارات ، وتقويض المحاولات الرامية إلى تحقيق نوع من الاستقلال الاقتصادي .

ويبدو ذلك في كوريا الجنوبية التي كان نموذجها التنموي متأثراً بالتقليد الاشتراكي حيث حققت مكاسب جيدة فيما يخص مستويات الأجور الحقيقية . فكان وضعها أفضل من مثيلاتها الآسيويات .

الثالث : الصراع بين القوى الرأسمالية لإعادة تقسيم العالم وخاصة بين الولايات المتحدة واليابان في تقاسم السيطرة على آسيا ، وتحقيق نوع من التكافؤ إلا أن الركود الذي حل باليابان منذ عام ١٩٩٠ ، حال دون ذلك إلى حد ما ، ثم جاءت الأزمة المالية في شرق آسيا لتضعف تأثير اليابان ، لأن الخسائر الناجمة عن الإفلاس والتهديد بالإفلاس كلفت حوالي ٥٠٠ مليار دولار ، مما هدد احتياطياتها الكبيرة وجعلها تخضع لشروط صندوق النقد الدولي .

ودائماً تحاول الدول الرأسمالية القوية بزعامة الولايات المتحدة استغلال الأزمات لزيادة قوتها وزيادة تبعية الدول الأخرى ، ثم تحاول احتواء الأزمة إذا وجدت أن الاقتصاد في الدول المصابة سوف ينهار ، أي تمارس سياسة (حافة الهاوية) .

أما مواطن الخلل التي أفرزت الأزمة الآسيوية فيمكن إيجازها بما يلي :

١ ـ استمرار العجز في موازين المدفوعات . مما أثار القلق والشكوك بانخفاض أسعار الصرف . ويعود استمرار العجز إلى تقلص الصادرات وزيادة الواردات . وعجز ميزان الخدمات الناجم عن زيادة تكاليف الشحن لعدم وجود أساطيل وطنية كافية . وارتفاع مستوى الخصومات من الواردات ، فضلاً عن التدفق الهائل للاستثمارات الأجنبية إلى هذه الدول وتحويل عوائد الاستثمار إلى الخارج .

٢ ـ اتباع نظام سعر الصرف الثابت الذي ساعد على تدفق كبير للاستثمارات الأجنبية على شكل رأس مال مالي . لأن نظام ثبات سعر الصرف يقلل مخاطر تقلبات أسعار الصرف

وهي أهم المخاطر التي يأخذها المستثمرون الأجانب بالاعتبار. وكذلك ساعد على هذا التدفق ارتفاع أسعار الفائدة.

ويضاف إلى ذلك تحرير حساب رأس المال وإزالة القيود أمام رؤوس الأموال بما في ذلك قابلية العملة المحلية للتمويل.

٣ ـ المديونية الخارجية التي تصاعدت في السنوات السابقة للأزمة. فعلى سبيل المثال وصلت ديون كوريا الجنوبية عام ١٩٩٦ إلى حوالي ١٠٠ مليار دولار. و٨٣ مليار دولار لأندونيسيا و٥٠ مليار دولار لتايلاند و٣٥ مليار دولار للفيليبين و٢٣ مليار لماليزيا. وجزء كبير من هذه المديونية لم يستخدم لبناء الطاقة الإنتاجية، وإنما استغل في المضاربات العقارية والأوراق المالية.

٤ ـ ولعل العامل الأكثر أهمية لحدوث الأزمة يتمثل في بعدها المالي، وخاصة ضعف الجهاز المصرفي. فقد قامت الحكومات بإدخال إصلاحات على هيكل المؤسسات المالية والمصرفية، فأوقفت حكومة تايلاند ٥٨ مؤسسة من أصل ٦٠ مؤسسة كانت تعمل في سوق الأوراق المالية في بانكوك. وتمت تصفية ٢٦ مصرفاً أندونيسياً. وأوقفت كوريا الجنوبية عمل ١٤ مصرفاً.

والتساؤل المطروح ما أسباب هذا العجز في المؤسسات المالية؟ يكمن الرد على ذلك في أوضاع الاقتصاد الحقيقي والمتمثل بالعوامل الثلاثة المذكورة سابقاً.

أما العوامل المساعدة لأزمة شرق آسيا فتتمثل في عاملين أساسيين:

١ ـ رد فعل الحكومات على الأزمة في أيامها الأولى. وكان أخطرها رد فعل الحكومة الماليزية كما ذكرنا آنفاً. حيث لم يتوقف الأمر على اتهام المضاربين والمتعاملين بالبورصات بالتآمر والفوضوية والفساد ولكن تم التدخل بالسوق، حيث منعت الحكومة بعض أنواع التعامل في الأسهم المعروفة باسم (Short - Selling) مما أدى إلى صعوبة خروج المستثمرين الأجانب من السوق ليجدوا أنفسهم أمام مصيدة لا يمكنهم الخروج منها. وعلاوة على ذلك قامت الحكومة بشراء الأسهم بأسعار أعلى من سعر الإقفال، قاصرة هذه الميزة على المواطنين الماليزيين فقط. ثم تدخلت الحكومات باستخدام احتياطيها من النقد الأجنبي ورفع أسعار الفائدة. فشعر المتعاملون أن قواعد اللعبة التي

تقوم عليها السوق قد تغيرت ، فبدأت أزمة الثقة التي شكلت دافعاً للهروب من السوق . ولا شك أن هذا التدخل لم يكن مبرراً ، لأن الأفضل في هذه الحالة ترك آليات السوق تؤدي دورها لتصل المتغيرات إلى قيمتها التوازنية الجديدة ، ثم يتم التدخل باتخاذ التدابير التي تنعش السوق مرة أخرى ، وتعيد موجة الثقة .

٢ ـ المضاربة : وهي استغلال حركات متوقعة في السوق ، عبر مراقبة تقلبات الأسعار والتي كلما زادت زاد حجم الهامش الذي يحققه المضارب . فالمضارب لا يغير من حركة الاقتصاد بسلوكه هذا . ولكنه يقوم باستغلال الموقف أو يعمل على الدفع باتجاه حركة ما يتوقع حدوثها ليسرع من حدوثها .

وبذلك يقوم المضاربون بمتابعة ومراقبة سلوك المتغيرات ، مثلاً وجود عجز مستمر في ميزان المدفوعات والاستمرار في تقييم العملة بأكبر من قيمتها الحقيقية ، يدفع إلى توقع انخفاض أسعار الصرف ، فيعمل المضاربون على تسريع هذا التوجه ثم يقومون باستغلاله .

ونود القول : إن نجاح المضاربين في حدوث وتعميق أزمة شرق آسيا يعود إلى أن الحكومات هي التي فسحت المجال وخلقت البيئة الملائمة لأنشطة هؤلاء .

نتائج الأزمة:

لعل أهم آثار الأزمة على مستوى الاقتصاديات المحلية هو اتباع الحكومات سياسات مالية انكماشية متشددة لتخفيض الإنفاق العام (جار واستثماري) ثم القيام بخفض معدلات الواردات لتحقيق توازن ميزان المدفوعات . الأمر الذي أثر على معدلات نمو تلك الاقتصادات المحلية .

أما على الصعيد الخارجي . فقد أثرت الأزمة على كثير من الاقتصادات العالمية ، بالنسبة للولايات المتحدة سوف يتأثر معدل النمو ، والذي له انعكاس إيجابي نتيجة ارتفاع سعر الدولار وانخفاض عملات دول شرق آسيا . الأمر الذي أدى إلى انخفاض مرغوب في معدل التضخم .

والتأثير على الاتحاد الأوربي من خلال انخفاض معدلات الواردات من دول الاتحاد . ولكن الأكثر تأثراً بالأزمة من الدول المتقدمة هي اليابان إذ إن حوالي ١٨٪ من إجمالي صادراتها يتجه إلى سوق مجموعة دول شرق آسيا . ثم أستراليا التي يتجه ١٦٪ من إجمالي صادراتها إلى هذه الدول .

ولعل أهم الدروس المستفادة من الأزمة المالية التي حلت بدول جنوب شرق آسيا. هو أنه في حال تدهور سعر الصرف، يجب العمل على معالجة العجز في ميزان المدفوعات باتباع السياسات المالية المناسبة. وإعادة النظر في أنظمة سعر الصرف، فقد يحقق نظام سعر الصرف الثابت مزايا عديدة. ولكن يجب رصده بصورة مستمرة، وإعادة النظر فيه وفقاً للأوضاع والمتطلبات الاقتصادية للبلد، والعمل على ربط العملة الوطنية بسلة من العملات وليس بعملة واحدة.

أما الدرس الثاني من الأزمة يتجلى في أن تحرير حساب رأس المال في ميزان المدفوعات. يجب أن يسبقه تأهيل القطاع المالي وتعزيزه وخصوصاً النظام المصرفي. لأن تحرير حساب رأس المال مع وجود جهاز مصرفي هش له عواقب وخيمة. ويتم تأهيل القطاع المصرفي من خلال إعادة هيكلته بكل وحداته، وبما يتفق مع خطوات التحرير الاقتصادي، حيث تقوم آلية السوق بإخراج الدماء الفاسدة من جسد الجهاز المصرفي، ثم دمج الوحدات العاملة في هذا القطاع للاستفادة. من مزايا الحجم الكبير وإزالة القيود التي تعرقل أداءها.

ويمكن إيجاز ذلك بأن نجاح تحرير حساب رأس المال يتطلب إصلاح الجهاز المصرفي بوجه خاص والقطاع المالي عموماً. وتبني سياسات كلية سليمة، والقضاء على عجز ميزان المدفوعات وعجز الموازنة العامة. ومن ثم يمكن إزالة القيود عن حساب رأس المال وبصورة تدريجية.

ولعل أهم درس يمكن استخلاصه من انهيار أسواق المال هو الحذر من الانسياق التام وراء أنصار ومنظري العولمة، واقتصاد السوق القائمة على نظرية الليبرالية الجديدة. ولا ننكر أن لنظام العولمة بعض المنافع، ولكنها تنطوي على وجه آخر قد يكون مدمراً. وكذلك فمن غير المنطقي القول: إن اقتصاد السوق دائماً يمثل الأداة الأمثل لتخصيص الموارد الاقتصادية. وإذا كان ما جرى في أوربا الشرقية منذ عقد من الزمن قد كشف عن خلل هيكلي في النظام الاشتراكي. فإن ما يجري في أسواق المال المعولمة يكشف عن خلل عميق وتناقض كبير في النظام الرأسمالي.

الملاحق والمراجع

ملحق رقم (١)

اشتقاق الصيغة العامة لنموذج تسعير الأصل الرأسمالي:

هذا النموذج عبارة عن نموذج توازني لتسعير الأصول، يقوم على مبدأ تعظيم المنفعة وعلى مجموعة فرض المحفظة، وبمعنى آخر، يتم تحديد الأسعار التوازنية للأصول بالطريقة التي توازن بين عرض الأصول والطلب عليها.

نفترض وجود h=1 ، H مستثمر، و1= i وN ورقة مالية منطوية على مخاطرة. وديون خالية المخاطرة، كما يبدو في المصفوفة التالية:

الأصول	المستثمر				
	1	2	H	h	$\sum_{h=1}^{H} wih$
1	W11	W12		WIH	
2	W21	W22			θ
i			Wih		θ_i
N	WN1	WN2		WNH	θ_0^N
N+1	-WN+1.1	-WN+1.2	-WN+1.h	-WN+1.h	
$\sum_{i=1}^{N+1} Wih$	ℓ_1	ℓ_2	ℓh	ℓH	$\sum_{h=1}^{H}\sum_{i=1}^{N+1} Wih = 1$

فالعنصر Wih يمثل النسبة من إجمالي السوق المستثمرة من قبل المستثمر h في الأصل i. وكذلك $W_N+1.h$ النسبة من إجمالي السوق التي يأخذها المستثمر h كدين خال من المخاطرة. ومجاميع الأعمدة تمثل قيود ميزانية المستثمرين ℓ_h عبارة عن نسبة ثروة المستثمر h من إجمالي الثروة المستثمرة. مجاميع الأسطر تمثل القيود على توازن السوق بالنسبة للأوراق المالية المنفردة:

θ_i نسبة الأصل i من إجمالي الأصول السوقية. وكذلك مجموع الدين الخالي من المخاطرة. فيما بين كل المستثمرين يجب أن تكون صفراً.

والآن نفترض أن كل مستثمر فرد h له دالة منفعة من الشكل:

$$\bar{u}h = \bar{u}h(\bar{r}ph, \delta_{ph}^2) \qquad (١)$$

حيث : (٢)

$$\bar{r}_{ph} = \left(\frac{1}{\ell_h}\right)\left(\sum_{i=1}^{N} Wih\bar{r}_i - WN+1.h \quad rf\right)$$

وهو عبارة عن العائد المتوقع على محفظة المستثمر h .

(٣)

$$\beta_{ph}^2 = \left(\frac{1}{\ell_h}\right)^2\left(\sum_{i=1}^{N}\sum_{j=1}^{N} Wih \quad Wjh \quad \delta_{ij}\right)$$

وهي تباين العائد على محفظة المستثمر h . حيث إن قيد ميزانية المستثمر h هي :

(٤)

$$\left(\frac{1}{\ell_h}\right)\left(\sum_{i=1}^{N} Wih - W_{N+1.h}\right) = 1$$

وهدف المستثمر h تعظيم المعادلة (١) . والشروط الأساسية لذلك هي :

(٥)

$$\frac{\delta\bar{u}_h}{\delta\bar{r}_{ph}}\frac{\delta\bar{r}_{ph}}{\delta_{w.h}} + \frac{\delta\bar{u}_h}{\delta 6_{ph}^2}\frac{\delta 6_{ph}^2}{\delta_{wih}} + \lambda_h(\frac{1}{\ell_h})$$
$$= \frac{\delta\bar{u}_h}{\delta\bar{r}_{ph}}(\frac{1}{\ell_h})\bar{r}_i + \frac{\delta\bar{u}_h}{\delta 6_{ph}^2}\left[2(1/\ell_h)^2\sum_{j=1}^{N} wih \quad 6_{ij}\right] + \lambda_h(\frac{1}{\ell_h})$$

حيث : λ_h عبارة عن مضاعف لاغرانج للمستثمر h .

(٦)

$$\frac{\delta\bar{u}_h}{\delta\bar{r}_{ph}}\frac{\delta\bar{r}_{ph}}{\delta_{WN+1.h}} + \frac{\delta\bar{u}_h}{\delta 6_{ph}^2}\frac{\delta 6_{ph}^2}{\delta_{wih}} + \lambda_h(\frac{1}{\ell_h})$$
$$= \frac{\delta\bar{u}_h}{\delta\bar{r}_{ph}}\left[-(1/\ell_h)ef\right] - \lambda_h(\frac{1}{\ell_h}) = 0$$

وبتبديل المعادلة (٦) بالمعادلة (٥) يمكننا التخلص من λ_h :

(٧)

$$\frac{\delta\bar{u}_h}{\delta\bar{r}_{ph}}(\bar{r}_i - rf) + \frac{\delta\bar{u}_h}{\delta 6_{ph}^2}\left[2(\frac{1}{\ell_h})^2\sum_{j=1}^{N} Wih \quad 6_{ij}\right] = 0$$

$i = 1.N$

وهذه المعادلة الأخيرة تمثل علاقة توازنية تنطبق على كل المستثمرين h=1 وH وعلى كل الأصول المالية i = 1.N .

وإذا أخذنا أصلين i وK نحصل على :

$$\frac{(\delta\bar{u}_h / \delta\bar{r}_{ph})(\bar{r}_i - rf)}{(\delta\bar{u}_h / \delta\bar{r}_{ph})(\bar{r}_K - rf)} = \frac{-(\delta\bar{u}_h / \delta 6^2_{ph})\left[2(1/\ell_h)^2 \sum_{j=1}^{N} Wih \ \ 6_{ij}\right]}{-(\delta\bar{u}_h / \delta 6^2_{ph})\left[2(1/\ell_h)^2 \sum_{j=1}^{N} Wih \ \ 6_{Kj}\right]}$$

ويمكن تبسيط هذه المعادلة إلى :

$$\frac{\bar{r}_i - \bar{r}f}{\sum_{j=1}^{N} Wih \ \ 6_{ij}} = \frac{\bar{r}_K - rf}{\sum_{j=1}^{N} Wih \ \ 6_{Kj}} \qquad (٨)$$

وفي حالة توازن السوق يمكن أن تنطبق العلاقة التالية على كل الأصول المالية :

$$\sum_{h=1}^{H} Wih = \theta_j, j = 1, N \qquad (٩)$$

وبجمع المعادلة (٨) لكل المستثمرين H, h=1 وتطبيقها على (٩) تعطي :

$$\frac{\bar{r}_i - rf}{\sum_{j=1}^{N} \theta_i \ \ 6_{ij}} = \frac{\bar{r}_K - rf}{\sum_{j=1}^{N} \theta_i \ \ 6_{Kj}} = Y \qquad (١٠)$$

حيث Y عبارة عن النسبة المشتركة لكل الأصول .

وبضرب البسط والمقام في المعادلة السابقة بـ θ_K والجمع لكل الأصول K=1,N .

$$\frac{\sum_{K=1}^{N} (\bar{r}_K \theta_K - rf\theta_K)}{\sum_{K=1}^{N} \sum \theta_K \theta_i 6_{Kj}} = \frac{\bar{r}_m - rf}{6^2_m} = Y \qquad (١١)$$

حيث : $\bar{r}_m$ = العائد المتوقع على المحفظة السوقية .

6^2_m = تباين العائد على المحفظة السوقية .

وتشير المعادلة الأخيرة إلى أننا إذا جمعنا بالنسبة لكل الأصول والمستثمرين وبوجود شروط توازن السوق ننتهي إلى المحفظة السوقية .

وبتبديل المعادلة الأخيرة بالمعادلة (١٠) نحصل على نموذج تسعير الأصل الرأسمالي :

$$\bar{r}_i = rf + \left(\frac{\bar{r}_m - rf}{6_m}\right)\left(\frac{6_{im}}{6_m}\right)$$

أو $\bar{r}_i = rf + (\bar{r}_m - rf)\beta_i$

ملحق رقم (٢)

القيمة الرأسمالية لأسواق الأسهم لدول شرق وجنوب شرق آسيا

واتجاه تحركات أسعار الأسهم في يوليو ١٩٩٧

سوق الأسهم	القيمة الرأسمالية	نسبة الانخفاض في السنة السابقة لأكتوبر ١٩٩٧	نسبة الانخفاض في الأسبوع السابق للأزمة (٢٧ أكتوبر ١٩٩٧)	نسبة الانخفاض خلال ٣ أيام (٢٣ . ٢٥ أكتوبر ١٩٩٧)
هونغ كونغ	337	%21.95 -	%18 -	-
أندونيسيا	76	%23.1 -	%5.8 -	%68.93 -
ماليزيا	234	%43.99 -	%12.88 -	%68.0 -
تايلاند	153	%40.99 -	%6 -	%47.87 -
الفيلبين	49	%41.42 -	%9.9 -	%69.55 -
كوريا الجنوبية	176	%18.54 -	%2.36 -	-
سنغافورة	186	%26.93 -	%11.43 -	-

المصدر: عمرو محي الدين، ماذا حدث في شرق وجنوب شرق آسيا، بنك الكويت الصناعي، ١٩٩٧ .

ملحق رقم (٣)
نظرية تعادل القوة الشرائية

ظهرت هذه النظرية في أعقاب الحرب العالمية الثانية وفحواها أن هناك مستوى يتأرجح حوله سعر الصرف. وهو الذي يعادل بين القوة الشرائية لكلا العمليتين. فعلى سبيل المثال: إذا كان طن الرز يباع في مصر بمبلغ ١٢٥٠ جنيهاً ويباع في سوريا بمبلغ ١٨٧٥٠ ليرة سورية. فيعني ذلك أن ١٢٥٠ جنيه مصري تعادل في قوتها الشرائية ١٨٧٥٠ ليرة سورية وبذلك يكون سعر الصرف بين العمليتين:

$$\text{جنيه مصري} = \frac{١٨٧٥٠}{١٢٥٠} = ١٥ \text{ ل.س}$$

ويمثل هذا السعر المستوى الذي يتذبذب حوله سعر الصرف.

وإذا افترضنا أنه في مطلع التسعينيات ارتفعت الأسعار في مصر بنسبة ١٠٠٪ بينما في سوريا زادت بمعدل ٨٠٪ يكون سعر الصرف الجديد بين الجنيه والليرة:

$$\text{سعر الصرف الجديد} = \text{سعر الصرف القديم} \times \frac{\text{الرقم القياسي للأسعار في سوريا}}{\text{الرقم القياسي للأسعار في مصر}}$$

$$= ١٥ \times \frac{١٨٠}{٢٠٠} = ١٣,٥$$

أي أن التضخم الحادث في مصر خفض القوة الشرائية للجنيه بالنسبة للقوة الشرائية لليرة. ويمكن إعادة صياغة المعادلة السابقة كما يلي:

$$\text{سعر الصرف الجديد} = \text{سعر الصرف القديم} \times \frac{\text{القوة الشرائية للجنيه}}{\text{القوة الشرائية لليرة}}$$

ملحق رقم (٤)

المتغيرات الكلية لدول جنوب شرق آسيا (١٩٦٥ . ١٩٩٥)

متوسط معدل النمو السنوي / مليون دولار

الدولة/المؤشر	١٩٧٠.١٩٦٥	١٩٧٥.٧٠	١٩٨٠.٧٥	١٩٨٥.٨٠	١٩٩٠.٨٥	١٩٩٥.٩٠
ماليزيا						
١ ـ متوسط النمو فى الناتج المحلي الإجمالي .	-	%7.5	%7.3	%5.9	%5.9	%8.9
٢ ـ الميزان التجاري	265	305.8	1132.5	1423	4185	1763
٣ ـ ميزان المدفوعات	54.3	213.7 -	1212	2025.5-	500.7	3682.2-
٤ ـ الاستثمارات الأجنبية المباشرة	58.7	233.5	524	1058	105.4	4165
٥ ـ نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	%15	%22	%25	%34	%28	%36
٦ ـ الاحتياط الدولى (عدا الذهب) .	501.8	1092.7	3031.5	4112	7073	19052
٧ ـ الديون الخارجية .	-	-	6611	6611	19128.8	23512
٨ ـ عجز الموازنة (كنسبة من GDP)	-	-	%13 -	%13 -	%6 -	صفر
٩ ـ معدل التضخم السنوي	%1.32	%6.8	%4.71	%5.0	%1.5	%4.1
١٠ ـ نسبة ميزان المدفوعات إلى GDP	-	-	-	-	%1.3 -	%5.1 -
تايلاند						
١ ـ متوسط النمو فى الناتج المحلي الإجمالي .	9.1	%6.4	%7.4	%5.5	%9.1	%9.8
٢ ـ الميزان التجاري	281 -	411 -	993 -	1972 -	2184 -	5482 -
٣ ـ ميزان المدفوعات	104.8 -	205.6-	1245 -	2027 -	2182 -	8193 -
٤ ـ الاستثمارات الأجنبية المباشرة	44.3	73	82.5	262	976	1968
٥ ـ نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	22%	%23	%25	%24	%28	%40

الدولة/المؤشر	١٩٧٠.١٩٦٥	١٩٧٥.٧٠	١٩٨٠.٧٥	١٩٨٥.٨٠	١٩٩٠.٨٥	١٩٩٥.٩٠
٦ ـ الاحتياط الدولي (عدا الذهب).	839.6	1203.1	1783.6	1758	6319.7	23257.2
٧ ـ الديون الخارجية .	-	-	8297	8297	22440	42127.8
٨ ـ عجز الموازنة (كنسبة من GDP)	-	-	%5 -	%5 -	%1 -	%3
٩ ـ معدل التضخم السنوي	%2	%8	%9	%8	%4	%5
١٠ ـ نسبة ميزان المدفوعات إلى GDP	-	-	-	-	3.9 -	6.7 -
الفيلبين						
١ ـ متوسط النمو في الناتج المحلي الإجمالي.	%5.1	%5.8	%6.3	%0.18 -	%2.7	%2.4
٢ ـ الميزان التجاري	%149.5-	264.8-	1310 -	1742 -	1567 -	5824-
٣ ـ ميزان المدفوعات	56.6 -	117	1214 -	1887 -	617.7	2115.5-
٤ ـ الاستثمارات الأجنبية المباشرة	10 -	%18.5	72.7	34.6	412.5	934.8
٥ ـ نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	%17	%18	%25	%26	%19	%22
٦ ـ الاحتياط الدولي (عدا الذهب).	132.3	791.7	2041.5	1460.2	1109.2	3312.3
٧ ـ الديون الخارجية .	-	-	17417	17417	29266	32609
٨ ـ عجز الموازنة (كنسبة من GDP)	-	-	%1 -	%3 -	%3 -	%1 -
٩ ـ معدل التضخم السنوي	%5	%17	%11 -	%21	%10 -	%11
١٠ ـ نسبة ميزان المدفوعات إلى GDP	-	-	-	-	-	%4.9 -
أندونيسيا						
١ ـ متوسط النمو في الناتج المحلي الإجمالي.	%4.9	%8	%7.4	%5.6	%5.6	%7.1
٢ ـ الميزان التجاري	34.3	847	4038	5060.2	5108	6502.8
٣ ـ ميزان المدفوعات	242.5 -	333 -	85.2 -	2166 -	2237.5-	3658.2-
٤ ـ الاستثمارات الأجنبية المباشرة	12.8	145	290	227	550.6	2135.5

الدولة/المؤشر	١٩٧٠.١٩٦٥	١٩٧٥.٧٠	١٩٨٠.٧٥	١٩٨٥.٨٠	١٩٩٠.٨٥	١٩٩٥.٩٠
٥ ـ نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	%9	%17	%21	%27	32%	%34
٦ ـ الاحتياط الدولي (عدا الذهب).	65.8	632	2778.3	4502.5	5429.7	10712
٧ ـ الديون الخارجية .	-	-	20944	20944	54508	82548
٨ ـ عجز الموازنة (كنسبة من GDP)	-	-	%2 -	%1 -	%2	%1
٩ ـ معدل التضخم السنوي	%313	%19	%15	%11	%8	%10
١٠ ـ نسبة ميزان المدفوعات إلى GDP	-	-	-	-	%3.0-	%3.5 -
كوريا الجنوبية						
١ ـ متوسط النمو في الناتج المحلي الإجمالي.	%9.6	%9	%7.5	%6.7	%9.5	%7.8
٢ ـ الميزان التجاري	665.8 -	1119 -	2216 -	2237 -	4314	2860 -
٣ ـ ميزان المدفوعات	316.8 -	10101 -	2124 -	2742 -	5176	4177.5-
٤ ـ الاستثمارات الأجنبية المباشرة	17.6	69.8	45.2	32.2	383	978
٥ ـ نسبة الاستثمار إلى الناتج المحلي الإجمالي	%22	%23	%29	%29	%31	%37
٦ ـ الاحتياط الدولي (عدا الذهب).	380.2	584.4	2394.4	2730.6	8687.6	20693.3
٧ ـ الديون الخارجية .	-	-	29480	29480	38007	44124.6
٨ ـ عجز الموازنة (كنسبة من GDP)	-	-	%2 -	%2 -	صفر	صفر
٩ ـ معدل التضخم السنوي	%13	%6	%9	%11	%5	%7
١٠ ـ نسبة ميزان المدفوعات إلى GDP	-	-	-	-	%0.1 -	%0.7 -

قائمة المصطلحات الأجنبية

أسواق المال	Financial Markets
الأصول المالية	Financial Assets
سوق النقود	Money Market
سوق رأس المال	Capital Market
سوق الأوراق المالية	Security Market
سوق المشتقات	Derivativ Market
سوق الإصدار	Issue Market
سوق التداول	Trading Market
السوق الأولى	Primary Market
السوق الثانوية	Secondary Market
سوق الصرف الأجنبي	Foreign Exchange Market
البورصة	Bourse
أسهم	Stocks = Shares
سندات	Bonds
معاملة أو صفقة	Transaction
أصل ذو دخل متغير	Variable - Income Asset
أصل ذو دخل ثابت	Fixed - Income Asset
أذون الخزانة	Treasury Bills
أوراق الخزانة	Treasury Notes
سندات الخزانة	Treasury Bonds
المضاربة	Speculation
المراجحة	Arbitrage
سعر الصرف	Exchange Rate

Futurs	عقود المستقبليات
Options	عقود الخيارات
Immunization	التحصين
Call Option	عقد خيار الشراء
Put Option	عقد خيار البيع
Effeciency Market Hypothesis	فرضية كفاءة سوق المال
The Weak - Form of Efficiency	الشكل الضعيف للكفاءة
The Semi - Strong Form of E.	الشكل المتوسط (شبه القوي) للكفاءة
The Strong - Form of E.	الشكل القوي للكفاءة
Market Risk	المخاطرة السوقية
Systematic Risk	المخاطرة المنتظمة
Total Risk	المخاطرة الكلية
Specific Risk	المخاطرة الخاصة
Asset Evaluation	تقييم الأصول
Price Volatility	تقلب السعر
Emerging Markets	أسواق صاعدة (ناشئة)
Real Economy	الاقتصاد الحقيقي
Symbolic Economy	الاقتصاد الرمزي
Devault	عدم السداد
Bull Market	سوق صاعدة (في حالة ازدهار)
Bear Market	سوق هابطة
Brokery	سمسرة
Assets Pricing	تسعير الأصول
Risk - Averse Investor	المستثمر الكاره للمخاطرة
Risk - Neutral Investor	المستثمر الذي لا يهتم بالمخاطرة (المحايد)
Utility Function	دالة المنفعة

تناقص المنفعة الحدية	Diminshing Marginal Utility
الأصل الخالي من المخاطرة	Risk - Free Asset
التغاير	Covariance
التباين	Variation
الانحراف المعياري	Standard Devaision
تنويع المحفظة	Portfolio diversification
الارتباط	Correlation
المحفظة المثلى	Optimal Portfolio
المحفظة الكفء	Efficient Portfolio
توازن السوق	Market Equilibrium
المخاطرة الممكن التخلص منها بالتنويع	Diversifable Risk
مؤشر السوق	Market Index
نموذج تسعير الأصل الرأسمالي (CAPM)	Capital Asset Pricing Model
نظرية تسعير المراجحة (التوازنية)	Arbitrag Pricing Theory
إدارة المحفظة	Protfolio Management
أداء المحفظة	Portfolio Performance
التوقي	Hedging
الإدارة الفعالة للمحفظة	Active Management Of Portfolio
الإدارة السلبية (غير الفعالة)	Passive Management of Portfolio
الإدارة المتوازنة	Balanced Management
السماح بالمخاطرة	Risk Tolerance
غرامة المخاطرة	Risk Penality
الخصوم (الالتزامات)	Laibilities
توافق المؤشر	Index Matching
المعاينة التراتبية	Stratified Sampling
التحصين	Immunization

فترة البقاء	Duration
المتوسط المرجح	Wieghted Average
الوسطاء الماليون	Financial Intermediaries
تعديل المحفظة	Portfolio Adjustment
تخصيص الأصل	Asset Allocation
اختيار الأصل	Asset Sellection
توقيت السوق	Market Timing
سهم مسعر بأقل من قيمته الحقيقية	Under Priced Stock
سهم مسعر بأكثر من قيمته الحقيقية	Over Priced Stock
سهم مسعر بصورة غير صحيحة	Mispriced Stock
قابل للتبادل	Tradable
غير قابل للتبادل	Untradable
صندوق النقد الدولي (IMF)	International Monetary Fund (IMF)
البنك الدولي	World Bank
الارتباط الطردي	Positive Correlation
الارتباط العكسي	Negative Correlation
المحفظة الفعالة	Effective Portfolio
السماح بالمخاطرة	Risk Tolerance
أداء المحفظة	Portfolio Performance
التوقي	Hedging
عقود المستقبليات	Futures Contracts
عقود الخيارات	Options Contracts
عقود المبادلات	Swaps Contracts
أجل الاستحقاق	Maturity
القيمة الأصلية للسند	Face Value of Bond
التأمين على المحفظة	Portfolio Insurance

Total Return	العائد الكلي
Time - Wieghted Return	العائد المرجح بالوقت
Money - Wieghted Return	العائد المرجح بالنقود
Foreign Currency	العملة الأجنبية
Financial Globalization	العولمة المالية
European Monetary Union (EMU)	الاتحاد النقدي الأوربي
Gold Standard	قاعدة الذهب
Flexible Exchange Rate	سعر الصرف المرن
Floating	التعويم
International Trade Organization	منظمة التجارة العالمية
Pension Funds	صناديق التقاعد
Insurance Companies	شركات التأمين
Asian	دول اتحاد جنوب شرق آسيا
Financial Crisis	الأزمة المالية
Exposure	الكشف النقدي
Black Market	السوق السوداء
Forward Market	السوق الآجلة
Spot Market	السوق الفورية
Forward Exchange Rate	سعر الصرف الآجل
Dificit	عجز
Surplus	فائض
Mutual Funds	الصناديق المشتركة

المراجع

مراجع عربية:

- نجوى عبد الله سمك، علاقة النمو المالي بالنمو الاقتصادي، مؤتمر قسم الاقتصاد كلية الاقتصاد والعلوم السياسية ـ جامعة القاهرة، ١٩٩٨.
- عمرو محي الدين، ماذا حدث في جنوب شرق آسيا، بنك الكويت الصناعي، الكويت، ١٩٩٧.
- إسماعيل صبري عبد الله، أزمة العملات القوية ومشكلة السيولة الدولية، مجلة مصر المعاصرة، يناير ١٩٦٧.
- فؤاد مرسي، الرأسمالية تجدد نفسها، المجلس الوطني للثقافة والفنون والآداب، مجلة عالم المعرفة، عدد (١٤٧)، الكويت، ١٩٩٠.
- جودة عبد الخالق، الاقتصاد الدولي، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٦.
- حازم الببلاوي، النظام الاقتصادي الدولي المعاصر، مجلة عالم المعرفة، العدد (٢٥٧)، الكويت، مايو، ٢٠٠٠.
- رمزي زكي، التاريخ النقدي للتخلف، مجلة عالم المعرفة، العدد (١١٨) الكويت، اكتوبر، ١٩٨٩.
- عصام العربيد، الاستثمار في بورصة الأوراق المالية، دار الرضا للنشر، دمشق ٢٠٠٢.
- مصطفى كامل السيد، أزمة الدول الصناعية الجديدة في شرق آسيا وقضية التنمية، مركز دراسات وبحوث الدول النامية ـ جامعة القاهرة، ١٩٩٧.
- هاسن بيتر مارتين وهارالد شومان، فخ العولمة، ترجمة: عدنان عباس علي، سلسلة عالم المعرفة، عدد (٢٣٨)، الكويت، اكتوبر ١٩٩٨.
- جودة عبد الخالق وكريمة كريم، أساسيات النقود والبنوك، دار النهضة العربية، القاهرة، ١٩٩٧.

مراجع باللغة الإنكليزية:

- Dan Brumbangh & Andrew Carron, Thrift Industry Crisis and Solutions, Brooking Paper on Economic Activity. N2. 1987.
- Dan Brumbangh and Others, Cleanning up the Depository Institution Mess, Brooking Paper on Economic Acitivity, No. 1. 1989.
- Hendrik S. Huthaker and Peter. J. Williamson, The Economics of Financial Markets. Oxford University Press Inc. 1996.
- Sara Calvo, Bond Market Development and Capital Flows, Lessons from Latin America, Paris, 1998.
- Mark Grin Blatt and Others, Momentum Investment Stratigies, Portfolio Performance and Hedging: Vol 85 No. 5 (The Economist) 1997.
- Gurdip S. Bakshi, The Spirit of Capitalism and Stock - Market Prices, The American Economic Review, Vol. 86 No. 1. March 1996.
- Good Hart C. and Giugale. M. From Hour to Hour in the Foreign Exchange Market, Financial Market Discussion Paper 33, London School of Economics, 1988.
- Frank. K. Reilly and Keith C. Grown. Investment Analysis and Protfolio Management, 5^{th} ed, The Dryden Press. 1997.
- Mauro Mecagni and Maged Shawky, Effeciency and Return Analysis for the Egyptian Stock Exchange, The Egyptian Center for Economic Studies, Working Paper No. 37. 1999.
- George A Vaslbellis and Nigel Meade, Forcasting Volatility for Portfolio Selection Accounting Auditing and Accountability Journal, Vol. 8 N 5. 1995.
- Langacio Ramonet, Regimes Globalitairs LeoMond Diplomatic, 1997.
- Down D. Mar, National Development and the Discourse: Confronting Imperative and Convergence Nations, Third Worrld Quarterly, Vol. 17 N. 5 1996.
- UNDP. Human Development Report, New York, July, 1996.
- Ralph Bryant, The Internationalization of Intermediations: an Empirical Survey, Brooking Discussion Paper in International Economics, No. 51. 1986.
- Jeffery Frankel, The Yen-Dollar Agreement: Libralization Japanise Capital Markets, Washington, C.D. 1984.
- Maxwell Watson et al, International Capital Markets: Development and Prospects, Washington, D.C. 1988.
- Financial Times Survey, A day to Remember, Financial Times, 14 October, 1988.
- Evelyn Kollock, Expansion of Transnational Banks in Developing Countries.
- Robinstein B.G. Portfolios Insurance and The Market Crash. Financial Aralysis Journal 1988.
- Leland H.E. On the Stock Market Crash and Insurance, University of California Berkely, 1987.

- Derek Lobley, Economics, A New Introduction Wing King Co LTD. Hong Kong. 1983.
- Timothy Egan, Many Seek Security in Private Communities, New York Times. 3.9.1995.
- Dominich Salvantore, International Economics 5th Edition, Englewood Cliffs, N 5, Printice Hall, 1995.
- David Black, The Failiare of Financial Markets Mell Book Company, London, 1990.
- R. Rotharn & R. Hozul, Wright, Globalization and Economic Consinsus, UNCTAD, 1998.
- S. L. Hanson, Monetary Theory and Practice Sixth Edition, Macdonald and Evans LTD. 1978.
- Stephen Lumby, Investment Appraisal and Financiary Discussions, Third Edition, ISBN, Hong Kong, 1988.
- Victor Perlo, Financial Crisis, A Symptoms of the Global Crisis of Capitalism, People's Weakly World, 20 Dece, 1997.
- Maxwell A. Cameron and Venod K. Aggarwol, Mexican Meltdown: States Markets and post NAFTA Financial Turmoil, Third World Quarterly, Vol, 17, N. 5. 1996.
- Gregory J.M., 11 man, The Vandals Grown, How Rebel Currency Traders over throw the world Central Banks, New York, 1995.
- The Economist. No. 7 . 10 . 19965.

عناوين صدرت في سلسلة الرضا للمعلومات

عناوين صدرت عام ١٩٩٩	
١٥-الإدارة الاستراتيجية للشركات والمؤسسات د.يونس حيدر	١٦-نظام الـ ISO 9004-1 م.محمد حسن -م.بسام عزام
١٧-القائد المفكر حافظ الأسد والمشروع التنموي الحضاري د.رياض عواد-أ.هاني الخوري	١٨- فن إدارة البشر د. محمد مرعي مرعي
١٩- المرجع الشامل لتعليمات برنامج AUTOCAD م. احسان المردود - م. وهبي معاد	٢٠- الدعاية والتسويق وفن التعامل مع الزبائن - الجزء ١ م. حنا بللوز
٢١- المعلوبياء (المعلوماتية) - ظروفها وآثارها الاقتصادية - الاجتماعية د. معن النقري	٢٢- المرجع الشامل لبرنامج 3D STUDIO MAX - الجزء١ م. جورج بركات
٢٣- دليل الجودة في المؤسسات والشركات د. طلال عبود - أ. ماهر العجي	٢٤- المرجع المفيد في علم شبكات الحواسيب د. معتصم شفا عمري
٢٥- ادخل إلى عالم Oracle 8 م. مهيب النقري	٢٦- أسس إدارة الموارد البشرية د. محمد مرعي مرعي
٢٧- تعلم برنامج إدارة قواعد البيانات أ. زياد كمرجي - م. مهيب النقري	٢٨- الدليل الشامل لأساسيات الحاسوب والمعلوماتية م. عبد الله أحمد
٢٩- الكذبات العشر للعولمة د. عدنان سليمان	٣٠- بعض مسائل الاقتصاد اللاسياسي د. مطانيوس حبيب
٣١- دليل إعادة تنظيم المؤسسات د. محمد مرعي مرعي	٣٢- الدراسات التسويقية ونظم معلومات التسويق د. طلال عبود - د. حسين علي
٣٣- مدخل إلى المعلوماتية الطبية م. جورج بركات - أ. هاني الخوري	٣٤- الدعاية والتسويق وفن التعامل مع الزبائن - جزء ٢ م. حنا بللوز
٣٥- تعلم كل شيء عن جافا م.مهيب النقري	٣٦- مبادئ العمل السكرتاري باستخدام برنامج OUTLOOK بيداء الزير
٣٧- أساسيات الإدارة المالية الحديثة - جزء ١ د. دريد درغام	٣٨- دليل التشخيص وتحديد الأهداف ووضع الخطط في المؤسسات د. محمد مرعي مرعي
٣٩- التسويق وإدارة الأعمال التجارية م. إياد زوكار	٤٠- أجهزة التحكم القابلة للبرمجة PLC م. عبده هلاله

عناوين صدرت عام ٢٠٠٠	
٤١- أمثلة وحالات عملية MS. EXCEL م. إياد زوكار- م. نهال زركلي	٤٢- المرجع الشامل لبرنامج 3D Studio Max - الجزء ٢ م. جورج بركات
٤٣- الأساليب الحديثة في التسويق د. حسين علي	٤٤- مرجع في صيانة الحواسب الشخصية م. عبد الله أحمد
٤٥- البرمجة في Access 2000 د. باسل الخطيب	٤٦- دليل المحترفين إلى Corel Draw 9 م. سامر سعيد - م. حنان مسلّم - م. مصعب النقري
٤٧- المرجع الشامل في برنامج معالجة النصوص MS Word 2000 د. هيثم الهيطار - بوليت صارجي	٤٨- مرجع أساسيات الحوسبة - ج ١: أساسيات الحاسوب إشراف م. قاسم شعبان-شادي سيدا
٤٩- دليل المديرين في إدارة الأفراد وفرق العمل د. محمد مرعي مرعي	٥٠- بناء التطبيقات باستخدام Oracle Developer م. مهيب النقري
٥١- فن وعلم إدارة الوقت أ. رعد الصرن	٥٢- الأخلاق الحديثة للإدارة - الإدارة بالقيم د. عدنان سليمان
٥٣- من الفكرة إلى المنتج - إدارة الإبداع د. حسين علي	٥٤- دليل المطورين إلى دلفي Delphi م. حسن شاليش حسن -م. سامر سعيد- م. ميشيل الياس
٥٥- المعالجات التحكمية م. عبده هلالة	٥٦- الدليل العملي لتطبيق نظام الـ HACCP م. ماهر العجي - م. ميلاد عريش
٥٧- EXCEL 2000 - الجزء الأول م. إياد زوكار- م. محمد الضمّاد	٥٨- أساسيات الإنترنت د. ماهر سليمان- م. حسام عابد - م. إياد خدّام
٥٩- الانترانت - بنيتها الأساسية وانعكاساتها على الشركات د. عمار خير بك - م. حسام الملحم	٦٠- البحث عن المعلومات في الإنترنت د. عمّار خير بك
٦١- التسويق عبر الإنترنت د. طلال عبود	٦٢- الحساسات وطرق الربط إلى أنظمة التحكم المبرمج م. عبده هلاله - م. عامر عبود
٦٣- المدخل إلى نظام Windows NT 4 Server م. احسان مردود	٦٤- أساسيات الحوسبة - الجزء ٢ م. قاسم شعبان
٦٥- دليل التحفيز في المؤسسات والإدارات د. محمد مرعي مرعي	٦٦- دليل التغيير في المؤسسات والإدارات د. محمد مرعي مرعي
٦٧- اقتصاديات النقود والصيرفة في سوريا د. علي كنعان	٦٨- تقنية المعلومات في إدارة الشركات م. قاسم شعبان

١١٥- دليل الدارات الإلكترونية البصرية د.جورج صنيج	١١٦- التسويق الدولي د. غياث ترجمان
١١٧- لغة HTML الديناميكية م. حسام أسعد - د. عمار خير بك	١١٨- واجهة العبور العامة CGI م. حسام الملحم
١١٩- أساسيات التجارة العالمية - ج٢ أ. رعد الصرن	١٢٠- برمجة آلات التشغيل CNC م. سعد كيلو
١٢١- كتاب ندوة سيما الاقتصادية الثانية 2000	١٢٢- دور الملكية الفكرية والصناعية والتجارة الإلكترونية في عملية التنمية للدول النامية والأقل نمواً أ. كنعان الأحمر
١٢٣- دليل الأخطاء الشائعة في الكتابة والنطق أ. مروان البواب - أ. إسماعيل مروة	١٢٤- المرجع الشامل لتعليمات Autocad 2000 م. وهبي معاد
١٢٥- المرجع الشامل في Macromedia Flash 5 أ. وائل جلال	١٢٦- المرجع التعليمي لبرنامج Autocad 2000 م. وهبي معاد
١٢٧- Autolisp م. وهبي معاد	١٢٨- أجهزة التحكم المنطقية القابلة للبرمجة Zelio م. عبده هلاله
١٢٩- تعلّم كل شيء عن MS. PowerPoint 2000 د. هيثم البيطار - بوليت صارجي	١٣٠- الإبداع في حل المشكلات د. حسين علي
١٣١- مهارات التفوق الدراسي أ. إبراهيم الحسين	١٣٢- دليل التدريب في المؤسسات والإدارات د. محمد مرعي مرعي
١٣٣- دليل نظام إدارة التقييم في المؤسسات والإدارات د. محمد مرعي مرعي	١٣٤- تعلّم MS. Visual Basic عن طريق الأمثلة د. باسل الخطيب
١٣٥- التجارة الخارجية السورية د. عز الدين جوني	١٣٦- كيف تكون مديراً أفضل سكينة سلوم
١٣٧- البرمجة بلغة Java باستخدام Jbuilder 4.0 - جزء ١ م. حسن شاليش حسن - م. مهيب النقري	١٣٨- صمّم موقعك باستخدام Image Ready م. جورج بركات - بامس الحوش - م. عماد بغدان
١٣٩- أنظمة إدارة الجودة - المتطلبات م. ماهر العجي	١٤٠- العلامة التجارية أ. كنعان الأحمر
١٤١- البرمجة بلغة Java باستخدام Jbuilder 4.0 - جزء ٢ م. حسن شاليش حسن - م. مهيب النقري	١٤٢- دليل المحترفين إلى Profesional Windows 2000 م. سامر سعيد - م. مهيب النقري
١٤٣- دليلك إلى لغة SQL م. مصعب النقري - م. مهيب النقري	١٤٤- المرجع التلعيمي الشامل لبرنامج 3D Studio Max ver 4.0 م. جورج بركات

١٤٥- كيف تخلق بيئة ابتكارية في المنظمات إدارة الإبداع والإبتكار - الجزء الثاني أ. رعد الصرن	١٤٦- هندسة تصميم المواقع م. عبد الله أحمد
١٤٧- أقوال مأثورة في الإدارة ١٠٠١ من الأقوال المأثورة لعلماء وعظماء وقادة ومفكرين في الإدارة أ. رعد الصرن	١٤٨- فن إدارة الوقت — الجزء الثاني أ. رعد الصرن
١٤٩- كتاب ندوة سيما الاقتصادية الثالثة 2001	١٥٠- الإدارة الحديثة للمؤسسات السياحية والفندقية أ. سهيل حمدان
١٥١- أمثلة وتطبيقات في المعالجات التحكمية — الجزء الثاني م. عامر عبود	١٥٢- الدارية الفنية في تدريب المدربين أ. حسين صلاح الدين
١٥٣- ابدأ مع Windows XP م. مهيب النقري	١٥٤- أدوات نجاح القائد الإداري د. محمد مرعي مرعي
١٥٥- نظم الإدارة البيئية والآيزو ١٤٠٠٠ أ. رعد الصرن	١٥٦- الذكاء — حق طبيعي لكل فرد د. عادل ياسين
١٥٧- تعليم التفكير د. عادل ياسين	١٥٨- دراسات معاصرة في محاسبة البنوك التجارية والبورصات د. عصام فهد العربيد
١٥٩- الإعلان مفهومه وتطبيقاته أ. الياس سلوم	١٦٠- محاسبة التكاليف وتطبيقاتها في إدارة الشركات أ. عبد الرحيم الكسم
عناوين صدرت عام ٢٠٠٢	
١٦١- دليل إدارة فرق العمل د. محمد مرعي مرعي	١٦٢- التقنيات وفن الاتيكيت في المنشأة السياحية والفندقية فادية علي نجمو
١٦٣- معاً نحو طفولة طبيعية ليلاس الطعمي	١٦٤- الإصلاح الاقتصادي في سورية، إلى أين؟ د. حسين القاضي
١٦٥- دليل إدارة المقابلات والتفاوض والتواصل الاداري د. محمد مرعي مرعي	١٦٦- مساهمة في شرح وتوضيح النظريات الاقتصادية د. عامر لطفي
١٦٧- أفكار حول بعض قضايا المشاركة الشعبية بالتنمية في سورية د. صموئيل عبود	١٦٨- قائمتا التدفقات النقدية والدخل والإنفاق أ. أحمد المصري
١٦٩- المبادئ والسياسة د. دريد درغام	١٧٠- رسم الطفل في التحليل النفسي دوللي مساميري
١٧١- علم السكان — نظريات ومفاهيم د. عبد الرحيم بوادقجي — د. عصام خوري	١٧٢- إدارة المشاريع عن طريق برنامج MS Project 2000 م. حنا بللوز

عناوين ستصدر قريباً

النظرية المعاصرة لـ

محفظة الأوراق المالية

والتداول في البورصات العالمية

((عولمة أم فوضى منظمة ؟))

في أعقاب الحرب العالمية الثانية حدثت تطورات هائلة في الاقتصاد العالمي، وأخذت تتبلور ظاهرة العولمة المالية بشكل واضح. فاتسعت أسواق المال وانفتحت لتكاد تشكل سوقاً عالمية واحدة.

ورافق هذا التطور تطورات في التقنيات والأساليب العلمية لإدارة محفظة الأوراق المالية وحسابات العائد والمخاطرة على الأوراق المالية.

وظهرت نظريات في هذا المجال تضمنت الأساليب التي يمكن استخدامها لتقي ضد المخاطر التي ينطوي عليها التداول في أسواق المال.

ويتمثل التحول الأكثر خطورة، في السنوات الأخيرة، في ذلك الانفصال الذي ظهرت ملامحه جلية بين الاقتصاد الحقيقي الذي ينتج السلع والخدمات والاقتصاد الرمزي المتمثل برؤوس الأموال الساخنة بصورة أساسية. فأصبح الاقتصاد يتحرك بقلة من الرموز والمؤشرات. ولم يعد تحرك الأموال استجابة لما يحدث في الاقتصاد الحقيقي. بل أصبح لكل منه[illegible]

ولعل ما فاقم المشكلة أكثر تلك السطوة التي أصبحت تمثلها فئة المـ[illegible] أصبح بمقدورهم أن يفقروا دولة بكاملها... مما زاد حدة الأزمات المالية [illegible] تترتب عليها. حتى يمكن القول أن البورصات أخذت تفقد وظيفتها الأساسية [illegible] العرض مع الطلب على الأوراق المالية ولتعبئة المدخرات لتوجيهها في القنوات الا[illegible].

الدكتور : وائق حمد أبو عمر

